

MONDE

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2022-2023

Trimestriel – Juillet 2022

Entre le marteau et l'enclume

Alors que la situation militaire en Ukraine reste hautement incertaine, que les scénarios de négociation se complexifient et que la fragmentation géopolitique est manifeste, le scénario se fonde toujours sur l'hypothèse d'un conflit durable et demeure empreint de risques extrêmement élevés. Si elles étaient, pour les plus développées d'entre elles, sorties robustes des phases aiguës de l'épidémie de Covid, les économies affrontent de nouveau l'adversité. La tendance sur laquelle elles étaient installées s'infléchit, voire se rompt.

L'adversité revêt la forme de chocs d'offre et de demande eux-mêmes issus d'un choc puissant d'inflation en amont voire de pénuries de matières premières ou d'intrants essentiels : car, outre la guerre, le Covid sévit encore et les dommages collatéraux de la stratégie chinoise sont manifestes. **L'inflation est donc nettement revue à la hausse et constitue le principal facteur de dégradation des perspectives** : une inflation moyenne trop élevée (8,3% aux États-Unis et 8% en zone euro en 2022) mais aussi plus diffuse et plus durable (4,5% et 5,4%, respectivement, en 2023). **Une inflation qui suscite des resserrements monétaires plus massifs et plus précoces et conduit à revoir singulièrement à la baisse le scénario de croissance mais aussi à l'entourer de risques baissiers.**

Loin de l'épicentre du conflit, encore portés par la surstimulation liée à la stratégie anti-Covid, les **États-Unis** devraient démontrer une assez belle résistance en 2022, année durant laquelle la croissance même plus volatile se maintiendrait à un rythme (2,6% en moyenne) supérieur à la tendance. Deux forces de rappel essentielles permettent à la croissance de ne pas plier et aux consommateurs d'affronter une inflation élevée. La situation financière des ménages est saine avec notamment une épargne abondante dans laquelle ils ont tout juste commencé à puiser. Concentrées sur la partie basse du spectre des revenus, les fortes hausses de salaires alimentées par les tensions sur le marché du travail amortissent partiellement la hausse des prix. Mais les facteurs de soutien se dissipent et les risques s'accumulent. Leurs effets devraient se matérialiser en 2023 entraînant un ralentissement marqué : un scénario non de « franche récession » mais de « récession de croissance » dans lequel le taux de chômage augmente légèrement et la croissance reste positive mais, à 1,5%, fléchit sous son rythme potentiel. Ce scénario ouvre la porte à une éventuelle récession technique qui ne constitue néanmoins pas notre scénario central.

En **zone euro**, fondamentaux solides du secteur privé et rebond post-Omicron ne font pas le poids face aux dégâts liés à la guerre. La réduction des livraisons de gaz et l'embargo sur le pétrole et le charbon russes constituent un choc négatif d'offre important mais encore contenu et localisé. Selon les possibilités de substitution et selon le rôle plus ou plus moins critique que le gaz occupe dans les processus de production, secteurs et pays sont diversement affectés. Mais, c'est

via l'inflation, la réduction du pouvoir d'achat et la demande que la baisse d'approvisionnement en énergie russe exerce principalement ses effets dépressifs. Alors que la réponse des salaires est supposée modérée, les mesures des États en faveur des ménages et le soutien supplémentaire du surplus d'épargne accumulé avec la crise ne compensent pas entièrement la perte de pouvoir d'achat qui se traduit par un net ralentissement de la consommation des ménages.

Soutenue par un acquis de croissance élevé, la croissance reste élevée (2,5%) mais le rythme trimestriel est en moyenne à peine supérieur à zéro. Sous l'effet d'une modération de l'inflation, la croissance rebondit modestement au deuxième semestre 2023 pour atteindre 1,1% en moyenne annuelle mais souffre de l'hypothèse, intégrée dans notre prévision, de limitations de production dans certains secteurs. La probabilité du scénario de risque est néanmoins élevée : un scénario lié à d'une coupure totale de l'approvisionnement en gaz russe dont l'impact coûte près de 2 points de croissance.

Dans l'univers émergent, le risque de stagflation plane lourdement. Les pays y sont confrontés à un dilemme croissance/inflation aigu (chocs d'inflation et de croissance plus violents) alors que les moyens propres à le résoudre sont minces (inexistants pour certains) et que le durcissement des conditions financières globales est un réel défi.

Les pays émergents entrent donc dans une phase dangereuse qui menace les plus fragiles, fiscalement et/ou financièrement mais aussi socialement. Comme toujours, ils y entrent en ordre dispersé. En termes de zone, la plus sévèrement coincée entre l'enclume (croissance) et le marteau (inflation) est évidemment l'Europe centrale. À l'autre extrême, les pays du Golfe jouissent de leur rente. En proie à une inflation forte et à des resserrements monétaires puissants, l'Amérique latine bénéficie d'une amélioration des termes de l'échange qui ne résout pas mais détend, à court terme, la contrainte fiscale. L'Asie profite d'une inflation moindre, d'une croissance plus résiliente mais les pays importateurs d'énergie y souffrent de déficits courants croissants. Elle devrait bénéficier de la reprise chinoise espérée en fin d'année (bien que l'on puisse émettre des doutes sur l'obtention sans soutiens publics puissants, et classiques, d'une croissance « autour de 5,5% »). Quant à l'Afrique, la forte inflation et la montée

de l'insécurité alimentaire attisent les fragilités du continent (et prolongent les stigmates de la pandémie).

Au fur et à mesure de l'accélération et de la diffusion de l'inflation, mais aussi du risque la voir s'installer plus durablement, le discours puis les actions des banques centrales se sont durcis. Si les États-Unis sont, à juste titre, très en avance dans le durcissement monétaire, la Banque d'Angleterre resserre avec prudence (voire ambiguïté) et la BCE s'apprête juste à entamer ses hausses de taux.

Aux **États-Unis**, notre scénario table sur une série de relèvements rapides portant le taux cible des *Fed Funds* à 3,50%-3,75% fin 2022, excédant nettement l'estimation médiane du niveau neutre (2,50%). En dépit de la priorité accordée à l'inflation (et à l'inflation totale et non sous-jacente), le ralentissement anticipé pourrait inciter la Fed à la prudence et à marquer une pause l'année prochaine : notre scénario suppose une stabilisation du taux des *Fed Funds*. Par ailleurs, la normalisation du bilan de la Fed se poursuivra comme annoncé en mai, contribuant au resserrement des conditions financières.

En **zone euro**, après dix années d'accommodation monétaire ininterrompue, la BCE va initier un cycle de resserrement à partir de juillet : après l'arrêt du PEPP en mars, fin des achats nets au titre de l'APP et première hausse (25 points de base portant le taux de dépôt à -0,25% et le taux de refinancement à 0,25%). La priorité clairement accordée à l'inflation par la BCE devrait conduire ces taux à, respectivement, 0,75% et 1,25% fin 2022 avant que ne prévale un plus grand

pragmatisme nourri de signes clairs de ralentissement économique les conduisant vers 1,25% et 1,75% fin 2023. Parallèlement, les remboursements de TLTRO au cours de 2023 devraient accentuer l'orientation restrictive de la politique monétaire, par le canal du resserrement quantitatif (réduction de la liquidité excédentaire et retour des collatéraux de la BCE vers les banques, puis les investisseurs).

Sous l'influence de l'inflation courante et anticipée suscitant des ressernements monétaires plus volontaristes, les taux d'intérêt se sont nettement redressés et se sont révélés plus volatils. Le mouvement de hausse a vocation à se poursuivre. En zone euro, il se double de tensions sur les primes de risque souverain qui préoccupent la BCE.

Aux **États-Unis**, la remontée agressive des taux directeurs devrait conduire à un taux *Treasuries* dix ans proche de 3% fin 2022 et à une accentuation de l'inversion de la courbe de taux. En **zone euro**, la hausse des taux directeurs sans assouplissement quantitatif augmente les coûts de financement, recentre l'attention des marchés sur les trajectoires de dettes publiques et suscite un écartement des *spreads* à même de faire ressurgir le risque de fragmentation financière. Selon des membres de la BCE, un programme « anti fragmentation » pourrait être prêt avant la fin de l'été. Compte tenu des contraintes juridiques, cet outil *ad hoc* devrait au mieux ralentir l'élargissement des *spreads* : les marchés devraient rester volatils et les investisseurs prudents.

Catherine LBOUGRE

FOCUS Géopolitique – La guerre de la faim

Au moment de tracer les contours de notre scénario médian, la situation militaire est toujours aussi incertaine et laisse redouter un conflit qui se prolonge. En revanche, les guerres du pétrole, du gaz ou du blé donnent désormais une dimension géoéconomique mondiale et durable au conflit russo-ukrainien.

En l'absence du moindre signal de règlement du conflit, notre scénario économique est encore élaboré « à l'ombre de la guerre », selon l'expression désormais célèbre de Clausewitz. Cette dernière signifie concrètement que même les experts les plus chevronnés ne peuvent prévoir l'issue militaire des événements et qu'une surprise stratégique est possible (sur le terrain ou sur le plan diplomatique). Il faut donc se garder de la moindre certitude et travailler à partir d'un scénario médian qui ne correspond pas à la probabilité de réalisation plus forte, mais simplement à ce vers quoi les événements convergent au jour de la rédaction de ce scénario.

Du côté russe comme de l'Otan, beaucoup de déclarations officielles annoncent une guerre longue. Il est certes impossible de savoir ce qui relève de la propagande et de la stratégie. L'hypothèse d'une guerre prolongée (au minimum jusqu'à l'automne) semble recevable tant qu'il n'y a pas d'avancée nette sur le terrain. Face à ce scénario d'enlèvement militaire relatif, on peut néanmoins rétorquer que l'insuffisance de munitions peut accélérer la fin (ou la stabilisation) du conflit de haute intensité, de même que le moral des troupes. Quant à la Russie, la question de la conscription forcée se posera un jour ou l'autre dans un conflit long et elle représentera un énorme risque de politique intérieure.

À court terme, la complexité des scénarios de négociation

Il est par ailleurs difficile de dire ce qui serait considéré par Moscou comme un signal de gain militaire suffisant pour engager une négociation. Et il faut donc garder en mémoire que, même si la Russie semble avoir enregistré quelques gains territoriaux dans le Donbass, la question d'Odessa représente un risque majeur de nouvelle escalade, si les intentions de Moscou englobent le couloir vers la Transnistrie. C'est sans doute de ce côté-là qu'on commencera à voir les limites, ou non, de la guerre.

La fragmentation géopolitique se fait dans un climat de peur que les organisations internationales sont incapables d'apaiser

Plus la guerre se prolonge, plus les scénarios transactionnels deviennent complexes et donc longs. Complexes parce que l'hypothèse de négociations est devenue l'une des lignes de partage et de conflits au sein même de l'alliance occidentale. Complexes également parce que plus aucune puissance ne semble capable, après les tentatives de

l'Italie, d'Israël ou de la Turquie, d'être médiatrice. Enfin, et surtout, complexes car il est devenu délicat pour les Occidentaux d'accepter une discussion avec la Russie, tout en l'accusant de génocide. Quant au côté russe, la rhétorique d'une guerre civilisationnelle contre l'Occident rend la route vers la table de négociation toute aussi encombrée.

Néanmoins, quelles que soient les évolutions militaires ou diplomatiques, cela ne changera pas grand-chose à l'escalade de la guerre économique, dont les conséquences vont être durables. La mondialisation du conflit se déploie en particulier très vite autour des questions alimentaires, non seulement à cause des sanctions directes ou indirectes, mais aussi du blocage de certaines routes et ports stratégiques, ou encore des décisions de restrictions d'exportation prises par une trentaine de pays, allant du blé ou du sucre indien jusqu'aux poulets koweïtiens et malais, en passant par les lentilles égyptiennes. Ces décisions vont bien au-delà de l'urgence économique. Elles sont de nature géoéconomique et marquent un vrai changement d'univers stratégique pour les États, leur priorité étant d'approvisionner leur marché national, voire régional (le Kazakhstan réserve son blé à des États d'Asie centrale dépendants des livraisons russes).

Rappelons aussi que ces décisions ont souvent été accélérées par des événements climatiques, comme la sécheresse en Inde ou les inondations en Afrique du Sud, pointant la convergence des risques géopolitiques et climatiques.

À long terme, les dangers d'une fragmentation géopolitique

Dans un tel contexte, le scénario géopolitique global à long terme s'oriente donc, de plus en plus, vers une fragmentation générale des relations de puissance, même si des blocs d'alliance se dessinent aussi. Il s'agit donc d'un scénario beaucoup plus multipolaire que ne l'était la guerre froide, un scénario dans lequel de nombreux États vont veiller à cultiver leur autonomie stratégique.

Ce scénario risque d'avoir des répercussions économiques d'autant plus fortes que cette fragmentation géopolitique se fait pour le moment de façon désordonnée, dans un climat d'urgence et de peur que les organisations internationales s'avèrent incapables d'apaiser.

Tania SOLLOGOUB



PAYS DÉVELOPPÉS

L'inflation mord

États-Unis – Résistance (pour l'instant), mais montée des risques et ralentissement en 2023

Zone euro – La normalisation de l'économie réelle repoussée

Royaume-Uni – Croissance de nouveau revue à la baisse

L'inflation mord

Solides à la sortie des phases les plus aigües de l'épidémie de Covid, les économies font de nouveau face à l'adversité. Chocs d'offre et de demande eux-mêmes issus d'un choc puissant d'inflation voire de pénuries. Une inflation nettement revue à la hausse, mais aussi plus diffuse et plus durable, qui conduit à revoir singulièrement à la baisse le scénario de croissance mais aussi à l'entourer de risques baissiers.

ÉTATS-UNIS : RÉSISTANCE (POUR L'INSTANT) MAIS MONTÉE DES RISQUES ET RALENTISSEMENT EN 2023

L'économie américaine devrait encore faire preuve d'une assez bonne résilience en 2022, malgré la montée des facteurs négatifs. Ces derniers devraient cependant voir leurs effets se matérialiser entraînant un ralentissement plus marqué en 2023. La croissance se maintiendrait à un rythme de 2,6% en moyenne annuelle en 2022, un niveau nettement supérieur à la tendance, avant de ralentir vers 1,5% en 2023. Le rythme trimestriel baisserait très fortement, à moins de 0,5% fin 2023.

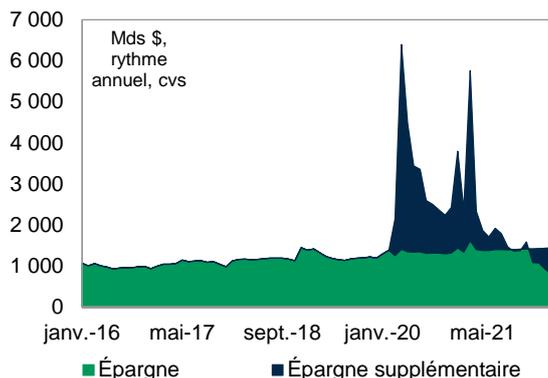
Malgré le maintien d'une croissance globalement solide en 2022, le rythme pourrait être assez irrégulier d'un trimestre à l'autre. Le PIB s'est contracté de manière inattendue au premier trimestre à -1,5% en rythme annualisé. La dynamique sous-jacente a cependant été meilleure que ne le suggère ce chiffre avec, notamment, une accélération des ventes finales aux acheteurs domestiques à 3,9%, contre 2,6% au quatrième trimestre 2021. Notre scénario continue donc de tabler sur un rebond à plus de 3% au deuxième trimestre 2022, suivi d'un ralentissement vers 2% au second semestre, conduisant à une croissance de 2,6% pour l'ensemble de l'année.

Cette résilience à court terme repose sur deux piliers majeurs qui permettent encore aux consommateurs d'affronter une inflation élevée :

- ✓ **La situation financière des ménages est saine** avec notamment une épargne abondante (de près de 2 500 milliards de dollars) dans laquelle les consommateurs ont tout juste commencé à puiser ; épargne par ailleurs stimulée par un effet de richesse positif dû à la montée des prix de l'immobilier et des cours des actions par rapport aux niveaux pré-pandémie. Les actions ont certes reperdu du terrain ; néanmoins, même en tenant compte de l'évolution du marché jusqu'à la fin du premier trimestre 2022, le patrimoine net des ménages a augmenté de plus de 30 milliards de dollars par rapport à son niveau d'avant la pandémie : une hausse confortable.
- ✓ **Les tensions sur le marché du travail ont nourri de fortes hausses de salaires**, ce qui devrait amortir partiellement les hausses de prix, même si les salaires réels ont diminué pour beaucoup de salariés. De plus, ce sont les salariés de la partie basse du spectre des revenus, bénéficiant moins des effets de richesse, qui ont obtenu des hausses de salaire importantes, voire supérieures à l'inflation. **Soyons clairs, notre scénario ne suggère pas une répétition de la très forte croissance de la consommation observée l'an dernier (+7,9%). Une telle performance aurait été improbable même avec une inflation demeurant proche de son objectif.** Les facteurs identifiés ci-dessus devraient néanmoins conduire à une

 En variation annuelle	2022	2023
PIB	2,6%	1,5%
Inflation	8,3%	4,7%

USA : l'épargne accumulée soutiendra la consommation à CT



USA : croissance des salaires élevée mais proche de son pic



progression de la consommation comprise entre 3% et 4%, plutôt qu'à un ralentissement proche de la contraction. Cela apporterait un soutien à la croissance lui permettant de se maintenir en 2022 à un niveau supérieur à la tendance.

Ces facteurs de soutien ne sont malheureusement pas éternels et un ralentissement désormais plus marqué en 2023 se profile sous l'effet de la persistance d'une inflation élevée, d'une politique plus agressive de la Fed et d'une réduction plus nette du pouvoir d'achat des consommateurs que nous l'avions prévue. En conséquence, se profile à présent un scénario que l'on pourrait appeler « récession de la croissance » : un scénario dans lequel le taux de chômage augmente légèrement et la croissance reste positive, mais ralentit pour passer sous son rythme potentiel à 1,5% en moyenne annuelle. La tendance trimestrielle devrait mettre en évidence un ralentissement encore plus accusé : une croissance de l'ordre de 0,5% au deuxième semestre 2023 est envisageable. Elle ouvre la porte à une éventuelle récession technique, même si ce n'est pas notre scénario de base.

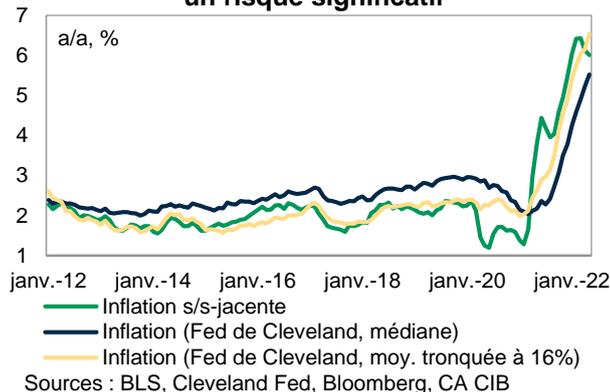
Le principal facteur de dégradation des perspectives est une inflation qui, non seulement, reste beaucoup trop élevée, mais se généralise

Le principal facteur de dégradation des perspectives est l'inflation : une inflation qui, non seulement, reste beaucoup trop élevée, mais se généralise. Le rapport du mois de mai montre que le pic n'a probablement pas encore été atteint. Notre scénario table sur une trajectoire plus stable, avec une inflation se maintenant vers le haut de sa fourchette (autour de 8%) jusqu'au troisième trimestre 2022 et ne passant sous les 7% que début 2023. L'inflation sous-jacente resterait sous son pic de mars dernier, mais ne baisserait que très progressivement pour rester supérieure à 5% jusqu'en décembre prochain.

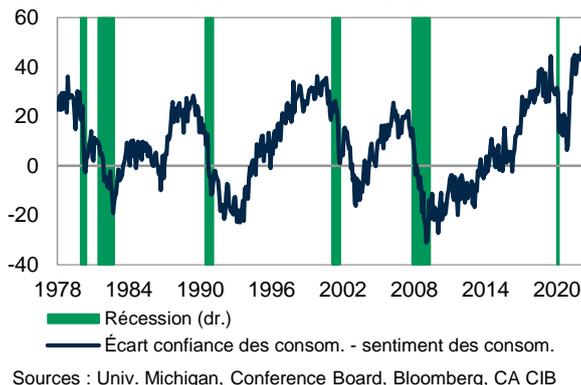
Cette inflation plus durablement élevée pèsera lourdement sur la croissance en 2023, via plusieurs canaux :

- ✓ **La Fed n'a cessé de se montrer de plus en plus hawkish au cours du premier semestre** et les taux directeurs devraient dépasser leur niveau neutre avant la fin de l'année 2022. Ceci, combiné au resserrement quantitatif (QT pour *Quantitative Tightening*) atteignant son rythme maximal début septembre, devrait conduire à un durcissement supplémentaire des conditions financières et peser sur la croissance.
- ✓ Dans ce contexte, **des baisses supplémentaires des marchés actions pourraient peser sur le patrimoine des ménages** et provoquer une inversion partielle de l'effet de richesse dont les consommateurs ont bénéficié depuis la crise sanitaire. De plus, des actifs sensibles au niveau des taux d'intérêt, comme l'immobilier, pourraient reculer davantage. La faible proportion de prêts hypothécaires à taux variable et la faiblesse des stocks de logements à vendre soutiennent les prix des logements et pourraient certes limiter les dommages sur le reste de l'économie. Mais un ralentissement du secteur du logement aurait, et dans tous les cas, un impact négatif sur l'investissement résidentiel et sur la consommation de biens durables.
- ✓ **Le niveau élevé de l'inflation maintiendra probablement la croissance des salaires réels plus longtemps en territoire négatif**, réduisant un peu plus le pouvoir d'achat des consommateurs. Jusqu'à présent, ils ont été en mesure de puiser dans leur épargne et/ou d'emprunter pour maintenir un niveau de consommation élevé. Mais la désépargne et/ou les capacités d'emprunt sont bornées. Cela finira par peser sur la croissance de la consommation.
- ✓ **Le sentiment des consommateurs de l'Université du Michigan est tombé à son plus bas niveau historique en raison des inquiétudes liées à l'inflation**, plus bas qu'à n'importe quel moment de la crise du Covid ou de la crise financière mondiale. À très court terme, les données de consommation peuvent certes être en contradiction avec cet indice. Mais l'histoire indique qu'un écart croissant entre le sentiment des

USA : la généralisation des pressions inflationnistes crée un risque significatif



USA : divergences entre confiance & sentiment des consommateurs suivies de récessions



consommateurs de l'Université du Michigan et l'indice de confiance des consommateurs du *Conference Board* a généralement été suivi d'un fort ralentissement. Cela suggère que l'effondrement du sentiment des consommateurs finira par être lisible sur la consommation.

L'investissement pourrait suivre une trajectoire semblable à celle de la consommation : bonne résistance à court terme, puis ralentissement plus marqué l'an prochain. Les commandes de biens durables ont été assez soutenues et les indices ISM restent clairement en zone d'expansion. Cela suggère que les investissements devraient ralentir tout en continuant à progresser dans un avenir proche. Toutefois, si les conditions financières se durcissaient davantage et si la demande des consommateurs faiblissait, les entreprises pourraient se montrer plus frileuses. De plus, la reconstitution des stocks a été assez soutenue au cours des derniers trimestres.

Cette reconstitution devrait se poursuivre. Or, le PIB est sensible à ce facteur : un rythme de reconstitution toujours positif, mais moins soutenu, pèserait fortement sur la croissance.

Alors que la dynamique faiblit, il semble peu probable que les dépenses publiques viennent à la rescousse, contrairement à la réponse budgétaire sans précédent déployée pendant la crise sanitaire. Dans l'immédiat, en raison de l'opposition du sénateur Joe Manchin, le plan « *Build Back Better* » du président Joe Biden est au point mort et aucun changement ne devrait intervenir, même après les élections de mi-mandat. Il est très probable que les Républicains reprendront le contrôle d'au moins une chambre du Congrès (voire des deux) à l'occasion de ces élections et il est quasiment certain qu'ils s'opposeront à tout plan de dépenses budgétaires.

Nicholas VAN NESS

ZONE EURO : LA NORMALISATION DE L'ÉCONOMIE RÉELLE REPOUSSÉE

Le scénario de guerre prolongée nous oblige à faire reposer la prévision de la zone euro sur un ensemble d'hypothèses opérationnelles fortes entourées d'un haut degré d'incertitude.

Les fondamentaux solides du secteur privé de la zone euro et le rebond post-Omicron ne seront pas suffisants pour compenser pleinement les chocs liés à la guerre. La croissance de la zone euro est révisée à la baisse en 2022 et 2023 et son rythme passe en-dessous du potentiel dès la mi-2022. L'écart du PIB à son niveau pré-Covid, déjà comblé en France, en Italie et dans la moyenne de la zone, sera résorbé plus tardivement en Allemagne, mais pas encore en Espagne à l'horizon de la prévision.

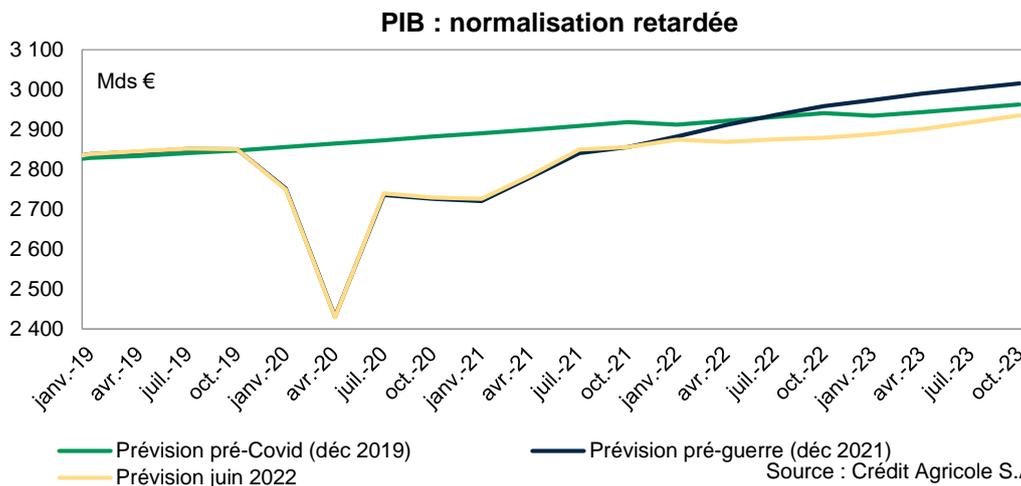
La croissance en moyenne annuelle en 2022 sera encore élevée à 2,5%, soutenue par un acquis de croissance élevé (2,5%) du fait d'une croissance de 0,6% au premier trimestre (0,2% hors effet Irlande).

Mais, le rythme trimestriel est en moyenne à peine supérieur à zéro. Sous l'effet d'une modération de l'inflation, la croissance rebondit modestement au deuxième semestre 2023 pour atteindre 1,1% en moyenne annuelle.

Un choc d'offre pour l'instant contenu et localisé

La réduction des livraisons en gaz et l'embargo sur le pétrole et le charbon russes constituent un choc négatif d'offre localisé. La substitution par d'autres sources est possible ; elle est néanmoins limitée à court terme, notamment pour le gaz. Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), 10% à 15% seulement des importations de gaz russe pourraient être, à court terme, compensés par des importations de GNL.

Un quart de l'*input* de gaz utilisé dans la production d'électricité peut être, plus ou moins facilement,



remplacé par d'autres sources d'énergie selon les pays en fonction de leur bouquet énergétique. Si **la demande de consommation d'énergie par les ménages, l'industrie et les services peut trouver des substituts grâce à d'autres entrants ou d'autres produits finaux moins intensifs en gaz et en énergie, le gaz n'est en revanche pas remplaçable dans de nombreux processus industriels** (par exemple la chimie). Les estimations de **l'élasticité de substitution du gaz** dans l'économie des pays de la zone euro suggèrent une substituabilité de l'ordre de 10% à 20% à court terme qui peut cependant augmenter à long terme. Si **cette élasticité n'est pas élevée, le simple fait qu'elle ne soit pas nulle réduit radicalement l'impact négatif du choc sur l'offre.**

La bataille entre résilience et adversité pointe vers une victoire de la dernière

C'est le rôle d'*input* critique du gaz dans certaines productions qui peut générer des effets d'amplification dans les chaînes de valeur. Les secteurs les plus affectés seraient la chimie, l'agroalimentaire, les matériaux de transport, le textile, les minéraux non métalliques et la construction. Parmi les grands pays de la zone, l'Allemagne et l'Italie sont les plus vulnérables. À l'heure où nous écrivons, les deux pays n'ont déclenché que le deuxième niveau d'alerte, qui permet d'équilibrer l'offre et la demande domestiques par des mécanismes de marché en induisant des baisses volontaires de demande par les utilisateurs industriels. **Il n'est pas, à ce stade, question de rationnement imposé; ce dernier pourrait néanmoins se révéler nécessaire si notre prévision de nouvelle baisse des fournitures à la mi-2023 était avérée.** Aussi, **une limitation de la production dans certains secteurs est-elle prise en compte dans notre prévision.**

Un choc de demande puissant mais atténué

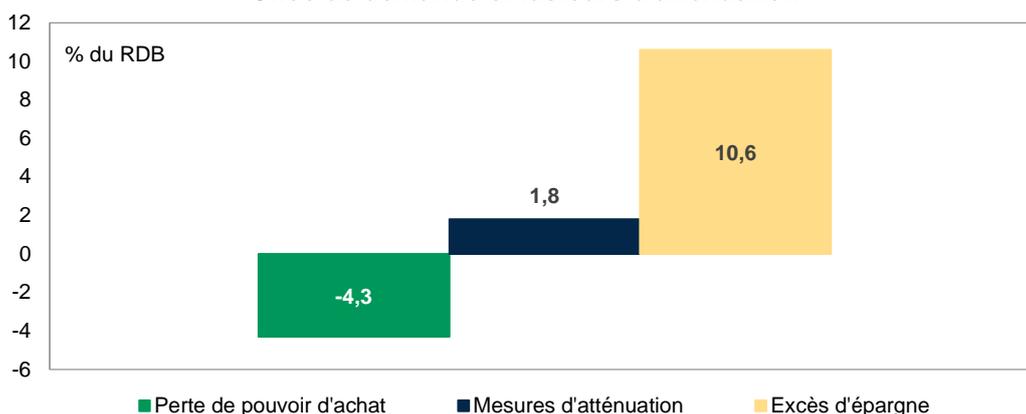
C'est finalement le choc sur la demande *via* la remontée des prix et la réduction du pouvoir d'achat qui constitue le principal canal de transmission de la baisse d'approvisionnement en

énergie russe. Notre prévision prévoit un pic de l'inflation au deuxième semestre 2022 et une inflation encore élevée en 2023 bien qu'en repli du fait d'effets de base jouant positivement sur la composante énergie de l'indice des prix. La perte de revenu est supérieure à 4% en 2022 et équivaut à 7% de la consommation incompressible des ménages. Les mesures des États en faveur des ménages parviennent à réduire de près de la moitié (42%) ces pertes en 2022. Un soutien supplémentaire vient du surplus d'épargne cumulé avec la crise : il a atteint les 890 milliards d'euros fin 2021 dans la zone euro. Ce montant correspond à 2,3 fois la perte de revenu induite par l'inflation. Il est certes inégalement distribué en faveur des ménages les plus aisés mais les mesures publiques sont, en revanche, ciblées vers les ménages plus précaires. **Ces facteurs d'atténuation ne compensent pas entièrement la perte de pouvoir d'achat qui se traduit par un net ralentissement de la consommation des ménages dans notre prévision.**

Un choc de termes de l'échange non amplifié

Notre prévision de consommation se fonde sur l'hypothèse selon laquelle **la réponse des salaires à la hausse de l'inflation sera modérée, limitant ainsi le choc sur les termes de l'échange en ne surajoutant qu'une dégradation modeste des coûts salariaux unitaires et de la compétitivité. Les revendications** liées à une inflation plus élevée, plus répandue et plus persistante, **seront contenues par des considérations de maintien de l'emploi face à une conjoncture qui se dégrade.** Dans l'attente d'une meilleure visibilité sur les perspectives d'inflation, les pertes de pouvoir d'achat seraient compensées par des primes plutôt que par une révision à la hausse de la tendance des salaires. C'est précisément cette logique qui s'est dégagée lors des dernières négociations collectives. **Un effet d'acquis important (3% au premier trimestre 2022) lié à la remontée des heures travaillées, l'impact des hausses du salaire minimum dans plusieurs pays et les primes justifient une croissance soutenue du salaire par tête en 2022 (4,4%). Mais, en 2023, la dynamique**

Choc de demande et facteurs d'atténuation



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

s'inscrit sur la tendance dégagée au terme des accords collectifs et donc sur un rythme de 3,3%. La normalisation des comportements de participation au marché du travail justifie une évolution du chômage guidée principalement par la demande de travail qui sera affaiblie par le ralentissement de l'activité. **Ce lien retrouvé entre activité et taux de chômage justifie une légère remontée de ce dernier**, atténué par la reprise des dispositifs de chômage partiel dans certains secteurs manufacturiers touchés par le choc d'offre.

La réponse de politique économique

Dans ce cas typique de choc d'offre provoqué par une défaillance du marché (le pouvoir d'un fournisseur monopolistique), une intervention régulatrice des États sur les prix se justifie et se pose comme une solution supérieure à toute autre. **En l'absence d'actions communes plus directes sur le prix du gaz, la politique budgétaire intervient de façon ciblée avec, d'une part, la réduction des taxes et accises sur l'énergie et, d'autre part, le soutien au pouvoir d'achat des ménages les plus touchés et aux secteurs les plus affectés. Et ce, pour un coût budgétaire moyen inférieur à 1 point de PIB. Ce coût est largement compensé par le déphasage des politiques de soutien pour cause de Covid et par l'amélioration de la composante cyclique du solde public.** L'impulsion budgétaire hors fonds européens redevient neutre mais l'orientation budgétaire conserve un biais accommodant grâce aux dépenses financées par le NGEU. La baisse du déficit

et un écart critique négatif vont encore abaisser le ratio dette/PIB en 2022. En 2023, en revanche, la réduction du déficit sera insuffisante pour maintenir cette tendance décroissante.

 En variation annuelle	2022	2023
PIB	2,5%	1,1%
Inflation	8,0%	5,4%

Le scénario de risque de plus en plus proche

La probabilité d'un scénario de risque lié à une coupure totale de l'approvisionnement en gaz russe augmente. Plus cet arrêt interviendra tardivement dans notre scénario, plus il permettra aux effets de substitution et aux ajustements d'opérer en limitant l'impact sur la croissance. **Cet impact se chiffre à environ 2 points de croissance en moins par rapport au scénario central. Il se justifie par l'amplification de trois chocs** : choc d'offre plus fort lié au rationnement, choc de demande plus mordant lié à une inflation plus élevée et choc de confiance plus marqué qui passe par une révision des valorisations des actifs. L'action des politiques économiques sera alors cruciale pour en atténuer l'effet sur l'activité mais sera contrainte par des arbitrages plus complexes.

Paola MONPERRUS-VERONI

ROYAUME-UNI : CROISSANCE DE NOUVEAU REVUE À LA BAISSÉ

Détérioration des perspectives

L'horizon s'assombrit, les nuages s'amoncellent. L'inflation, tout d'abord. Elle devrait continuer d'augmenter (pour atteindre un pic à 11% en octobre en raison notamment d'une nouvelle hausse de 40% des prix administrés de l'énergie). Les conditions financières et monétaires ensuite. Elles se sont significativement tendues ces dernières semaines, alors même que la BoE n'a pas fini de resserrer sa politique monétaire. La demande extérieure par ailleurs. Elle fléchit : nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance en zone euro et aux États-Unis, destinations-clé pour les exportations britanniques. Le plan budgétaire enfin. Le gouvernement a annoncé au mois de mai, afin de soutenir le pouvoir d'achat (pour un total de 15 milliards de livres sterling ou 0,6% du PIB), un plan susceptible d'apporter un soutien de 0,3 point de pourcentage à la croissance au cours des douze prochains mois. Mais celui-ci devrait être largement annulé par les effets combinés des vents contraires cités ci-dessus. La conjonction de ces facteurs impose une révision à la baisse de nos prévisions de croissance (de 4% à 3,4% pour 2022 et de 1,2% à 0,9% pour 2023).

L'économie en perte de vitesse

Les données d'activité récentes ont été décevantes. Le PIB a désormais retrouvé son niveau de pré-crise et la reprise s'essouffle naturellement. L'activité a baissé au mois d'avril (-0,3%), après deux mois de quasi-stabilité en février et mars, laissant un effet d'acquis pour la croissance de -0,4% au deuxième trimestre 2022.

Volatilité à court terme liée au jubilé de la reine

Le jubilé de la reine célébré en juin est susceptible de peser fortement sur les chiffres de croissance du deuxième trimestre, en raison d'un jour ouvré en moins au mois de juin (l'impact inverse sera visible au

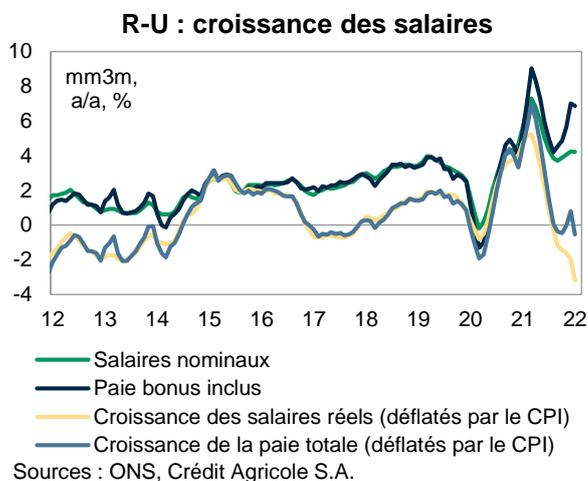
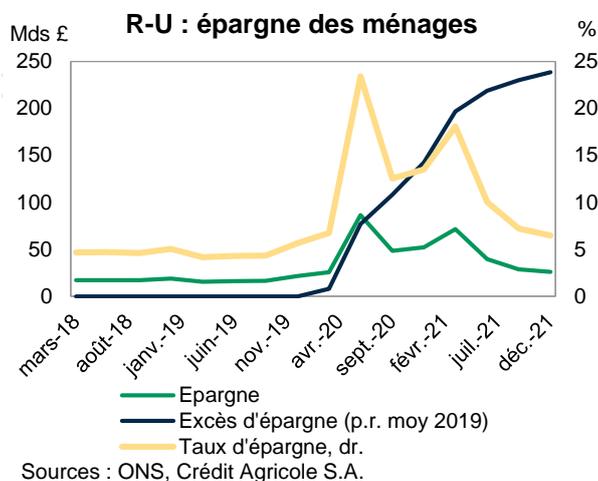
troisième trimestre). À titre d'illustration, l'ONS avait estimé à 0,3-0,4 point de pourcentage l'impact du jubilé de diamant sur le PIB du deuxième trimestre 2012, soulignant toutefois le degré d'incertitude entourant ces estimations. Pour sa part, la BoE estime à 0,25 point de pourcentage l'impact du jubilé sur la croissance. Notre scénario retient une contraction du PIB de 0,5% au deuxième trimestre, suivie d'un rebond technique de 0,4% au troisième trimestre.

En variation annuelle	2022	2023
PIB	3,4%	0,9%
Inflation	9,0%	6,4%

Des facteurs de soutien à la consommation privée toujours présents

Avec un pouvoir d'achat prévu en forte baisse cette année (-2%, la plus importante depuis les années 50), les ménages devront puiser davantage dans l'épargne accumulée durant la crise pour soutenir leurs dépenses. Si le taux d'épargne (6,5% au T4-2021) est probablement revenu à son niveau d'avant-crise au premier trimestre, l'excès d'épargne demeure considérable (environ 230 milliards de livres sterling soit 9,6% du PIB). Une réserve à laquelle s'ajoute un marché du travail tendu : les difficultés de recrutement sur fond de faiblesse persistante de la population active sont propices aux revendications salariales. Les enquêtes de la BoE font état de renégociations salariales en hausse de 5% cette année, très au-delà de ce qui était observé avant la pandémie.

Slavena NAZAROVA





PAYS ÉMERGENTS

Navigation en passe étroite

Panorama – Navigation en passe étroite

Chine – Autour ou alentours ?

Brésil – Le cycle de resserrement touche à sa fin

Russie – Faiblesse intérieure, résilience extérieure

Inde – Rattrapage

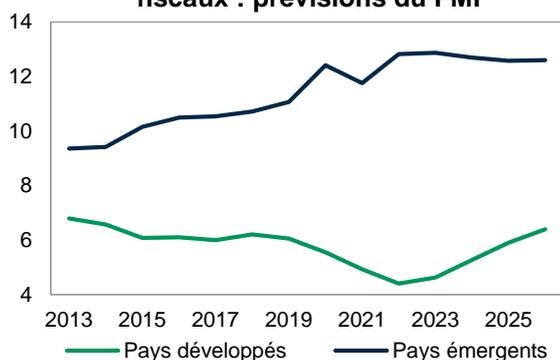
Navigation en passe étroite

Le risque de stagflation est net, bien que les différences entre zones et pays restent importantes, creusées par les effets de rente. Derrière l'inflation se profile un cycle de risques politiques, tandis que la hausse globale des taux pourrait révéler des risques systémiques de liquidité latents dans beaucoup d'économies émergentes, accrus par le Covid.

Les pays moins avancés sont au seuil d'un trimestre difficile. Ils sont confrontés à une tenaille croissance/inflation qui est à la fois plus forte que dans les pays développés (plus d'inflation et plus de choc de croissance) et plus difficile à gérer : la marge de manœuvre des politiques monétaires et budgétaires est étroite et ce d'autant plus que la crise sanitaire a augmenté les dettes publiques des émergents de 52% en moyenne entre 2015 et 2019 à 67% du PIB en 2021. Dans ce contexte, le durcissement des conditions financières globales est un vrai défi.

La vague d'inflation emporte quasiment tous les pays, à l'exception notable de la Chine : 80% des pays moins avancés ont une inflation supérieure à la moyenne des cinq dernières années. Néanmoins, la différence de rythme de hausse des prix reste nette entre une Asie et un Moyen-Orient moins touchés que l'Europe centrale, l'Amérique latine et l'Afrique du Nord. Cette différence se retrouve dans l'amplitude des hausses de taux depuis fin 2021, sous les 100 points de base, en moyenne, en Asie, alors qu'on atteint 500 points en Colombie, 425 en Pologne, 400 au Brésil où la hausse entamée dès 2021 atteint déjà près de 1 200 points de base.

Intérêts à payer sur les revenus fiscaux : prévisions du FMI



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

Si tous les pays sont touchés par l'inflation, c'est parce que les chocs d'offre sont globaux (guerre, envolée des prix des matières premières, rupture des chaînes d'approvisionnement). **Mais s'ils le sont de façon différenciée, c'est parce que ces chocs sont différenciés dans leurs effets directs :** la guerre en Ukraine frappe d'abord l'Europe de l'Est ; le ralentissement chinois menace d'abord l'Asie ; la hausse des prix du blé frappe d'abord l'Afrique avant l'Asie, plus dépendante du riz ; les pressions sur les prix en amont réveille en Amérique latine une « vieille » histoire plus inflationniste.

Une chose est néanmoins malheureusement commune aux pays moins avancés : ils sont en première ligne d'un énorme choc d'incertitude, qui incite les investisseurs à chercher les valeurs refuges dans les pays développés. Valeurs refuges qu'elles soient financières ou « réelles ». Ainsi, selon la Cnuccd, les nouveaux investissements directs en 2021 se sont concentrés dans des pays développés, tirés par les stratégies de recentrage de multinationales, qui comptent pour trois quarts du total.

Ce **choc de confiance** tient à trois facteurs : **l'issue incertaine de la guerre** bien sûr, mais aussi les **doutes sur la viabilité du modèle de croissance chinois** ; enfin, et surtout, la **remise en cause d'une hyper-globalisation dont le Covid, puis la guerre, ont montré les limites**. L'inflation alimentaire est le symptôme le plus aigu de cette globalisation devenue dangereuse pour 700 millions de personnes en détresse alimentaire, ou pour des pays en inquiétude d'approvisionnements céréaliers, comme l'Égypte, la Jordanie, le Liban, le Maroc, l'Arménie, et les petits pays d'Asie centrale. Quant aux nombreuses décisions unilatérales de limiter des exportations alimentaires, elles démultiplient le choc inflationniste, y compris sur des pays en bonne situation économique. Que dire de Singapour, par exemple, dont l'indice des prix reflète la rupture d'exportation d'huile de palme achetée à l'Indonésie ou de poulets à la Malaisie ?

Du cycle de hausse des taux au cycle politique

Le piège de la stagflation est donc très fort pour les banques centrales des pays émergents. Elles doivent gérer en même temps la défense du change, la hausse des prix – avec des indices plus sensibles à l'énergie et l'alimentation ainsi que des anticipations d'inflation qui décrochent vite – et la préservation d'une croissance, où les cicatrices du Covid étaient profondes sur les marchés du travail. Le maintien de la crédibilité des autorités monétaires est donc délicat et, pour les pays qui s'engagent à peine dans le durcissement monétaire, en Inde par exemple, la pression pour ne pas décrocher du cycle mondial est une contrainte.

Les banques centrales sont aussi en prise directe avec un risque politique élevé. Au Sri Lanka, au Pérou, au Chili, en Équateur, les manifestants dénoncent la hausse des prix alimentaires et les ruptures énergétiques. Quant aux grèves dans les mines de cuivre chiliennes, elles plombent l'investissement du secteur, rappelant que la gestion des inégalités devra parfois (toujours ?) passer avant la

rationalité financière de la transition énergétique. En somme, le risque social, si visible dans une Amérique latine qui vire à gauche, est aujourd'hui l'un des avatars les plus puissants de la vague inflationniste. En Afrique du Sud, la bonne nouvelle des excédents courants ne compense pas le niveau du chômage ou la stagnation de la croissance, liée aux inerties des entreprises publiques. Rappelons enfin qu'en 2008, lors de la grande hausse des prix céréaliers, soixante pays avaient connu des insurrections. Et que les Printemps arabes faisaient suite à une crise du blé de la mer Noire.

Attention aux liens systémiques de liquidité banques, États, entreprises

Les pays émergents ont un niveau moyen d'intérêts à payer comparé à leurs revenus fiscaux plus élevé que les pays développés (12,8% contre 4,4% prévus par le FMI pour 2022). **Les cycles de durcissement monétaire ramènent donc toujours l'attention sur l'endettement public et sur les usual suspects en termes de refinancement des dettes à court terme en devises.** À cet égard, pour l'instant, l'indice EMBI ne pointe pas une inquiétude des marchés sur le risque souverain : si le niveau des réserves de change des émergents est à court terme effectivement réconfortant pour les dettes en devises, les fragilités plus « souterraines » s'accroissent.

Les pays émergents ont un niveau moyen d'intérêts à payer comparé à leurs revenus fiscaux plus élevé que les pays développés

L'augmentation de l'exposition des banques locales des pays moins avancés à leur propre souverain renforce la connexion souverain/bancaire. C'est un risque majeur : en moyenne à 17,2% du total des actifs en 2021, ce ratio atteint 42% en Égypte, 44% au Pakistan, 40% au Ghana. Les liens de liquidités se sont aussi renforcés entre les entreprises, les banques et les États à cause du Covid. Les agences de notation considèrent que 30% des entreprises des pays émergents sont en plus grand risque. Les risques systémiques dans les économies émergentes ont donc augmenté et de nombreux chocs peuvent les révéler.

Toujours des différences de zones

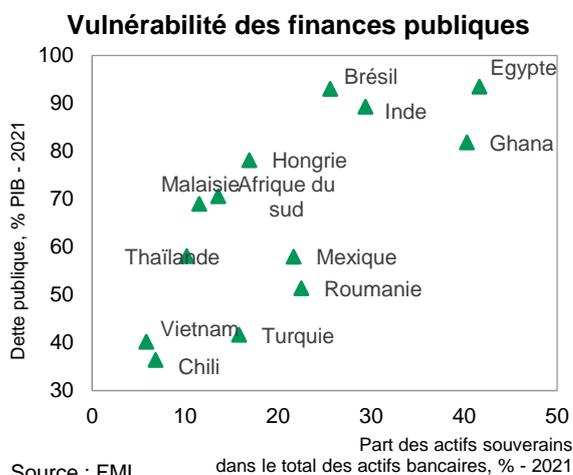
Au final, **en termes de zone, la plus touchée par la tenaille inflation/croissance est l'Europe centrale.** Mais ce sont aussi des pays qui bénéficient de l'aide de l'UE et d'une perspective de report d'investissements directs de Russie. Les difficultés devraient donc être transitoires, d'autant que les banques centrales y sont réactives.

À l'autre extrême, **les pays du Golfe tirent parti de leur rente**, avec un excédent courant cumulé qui

passerait de 120 milliards en 2021 à 400 milliards de dollars en 2022, et une hausse de leurs actifs publics à l'étranger. Les Émirats arabes unis remontent dans le classement d'attractivité des investissements étrangers de Kearney, passant devant Singapour. Au passage, cette manne énergétique profite à d'autres, comme l'Égypte, où les dépôts de l'Arabie saoudite et des Émirats à la banque centrale ont aidé à contenir la dépréciation de la livre.

Les Émirats et le Qatar étaient déjà venus à l'aide de la Turquie, qui fait partie des pays importateurs d'énergie dont la balance des paiements souffre de la guerre de l'énergie en Europe. Ankara, peu embarrassée par son appartenance à l'Otan, essaie de soutenir ses comptes externes par des accords touristiques avec la Russie (et des ventes de drones au monde entier). Mais elle n'a pas encore adopté les solutions indiennes et chinoises d'achat à décote du pétrole russe...

Dans une situation intermédiaire, **l'Amérique latine profite encore d'une amélioration des termes de l'échange** qui ne résout pas les problèmes structurels, notamment fiscaux, et n'apporte pas de réponse pérenne à la stagnation de la croissance dans les grands pays. Enfin, l'Asie offre une croissance plus résiliente, malgré les déficits courants qui augmentent dans les pays importateurs d'énergie. Elle devrait bénéficier de la reprise chinoise de fin d'année.



Les pays émergents entrent donc dans une phase dangereuse qui menace les plus fragiles, socialement, fiscalement et/ou financièrement. La solution est entre les mains des banques centrales et des États, en charge du pilotage délicat d'une stagflation latente. Mais le vrai sujet derrière l'inflation reste la croissance, seule apte à réduire les ratios de dette, préserver la confiance des investisseurs, réduire les inégalités et donner les moyens de lutter contre les changements climatiques.

Tania SOLLOGOUB

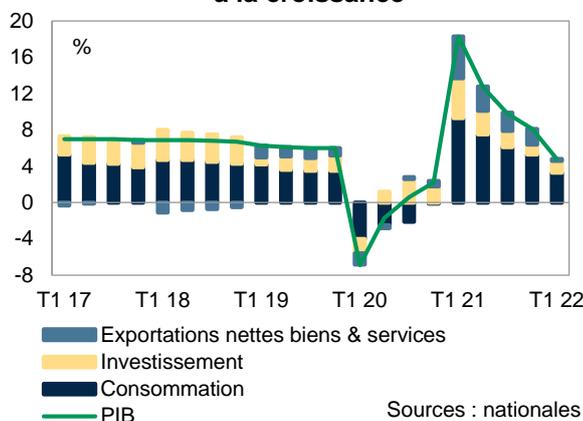
CHINE : AUTOUR OU ALENTOURS ?

Voilà la question que les autorités chinoises doivent se poser. Elles ont annoncé en mars une cible de croissance « autour de 5,5% » pour 2022. Or, cette dernière nécessiterait un taux de croissance supérieur à 7% sur le deuxième semestre. Un niveau qui semble pour l'heure hors d'atteinte, d'autant que Xi Jinping a plusieurs fois répété qu'il n'entendait pas abandonner la stratégie zéro-Covid, si coûteuse sur le plan économique et social.

Une Chine bicéphale

Sans surprise, **les chiffres du deuxième trimestre devraient indiquer un net ralentissement de l'activité domestique**, avec la chute de la production industrielle, des ventes au détail et du marché immobilier, pour une croissance qui ne dépasserait pas les 1,5% en glissement annuel et se contracterait de 2% ou plus en rythme trimestriel. À ce triste tableau s'ajoute une nouvelle inquiétude émanant des chiffres du chômage des jeunes : 18,4% en mai, alors que onze millions de jeunes diplômés doivent faire leur entrée sur le marché du travail cet été. Difficile dans ce contexte d'envisager une reprise franche de la consommation privée, et ce d'autant que les ménages ont de nouveau augmenté leur taux d'épargne pour faire face aux risques de nouveau confinement ou de dégradation plus profonde du marché du travail.

Chine : contributions à la croissance



Paradoxe dans cet univers sous contraintes : le commerce extérieur. Ce dernier, que l'on annonçait en net repli en raison du ralentissement de la demande occidentale, demeure extrêmement dynamique. Bien sûr, la Chine souffre comme le reste du monde d'un prix des matières premières élevé, mais a profité de sa « neutralité » dans le conflit russo-ukrainien pour se fournir à tarif réduit auprès de la Russie (qui propose un baril 30 à 40 dollars sous les prix du marché). Simultanément, le niveau des exportations a accéléré autour de 300 milliards de dollars par mois. L'excédent commercial chinois atteint ainsi un plus haut historique,

à presque 780 milliards de dollars sur un an, essentiellement grâce aux volumes. De quoi conforter la contribution du commerce extérieur à la croissance et apporter un peu d'air.

Quel soutien public ?

Et de l'air, il va en falloir à Xi Jinping pour arriver en position de force au 20^e Congrès du PCC à l'automne, durant lequel il devrait être reconduit pour un troisième mandat, au mépris de la Constitution telle qu'elle avait été dessinée par Deng Xiaoping, justement pour éviter des dérives autoritaires.

Dans un contexte où la demande est atone, les autorités souhaitent aussi utiliser avec plus de parcimonie les recettes habituelles.

L'équation est difficile. Dans un contexte où la demande est atone, les autorités souhaitent aussi utiliser avec plus de parcimonie les recettes habituelles (politique monétaire accommodante et accélération des crédits aux entreprises), afin de ne pas trop accroître l'endettement de l'économie, qui avait enfin commencé à se réduire en 2021. Mais ils ont peu d'alternative. Les dépenses publiques, notamment des collectivités locales, ont ainsi été concentrées pour activer à plein l'effet multiplicateur et pourraient accélérer après l'été à l'approche du Congrès, avant de baisser en fin d'année.

	2022	2023
En variation annuelle		
PIB	4,0%	5,5%
Inflation	2,4%	2,0%

Les autorités sont également revenues sur certaines dispositions réglementaires, en particulier dans le secteur de la tech, afin de laisser un peu plus de marge à un secteur sous tensions, mais présentant un fort potentiel en matière de créations d'emplois. Elles ont enfin lâché du lest dans le secteur immobilier en autorisant de nouveaux permis de construire, quitte à renier une partie de leurs principes. Finalement, c'est donc encore sur l'investissement que devrait reposer une grande partie de la croissance 2022. Et voilà que la question se repose : l'investissement, mais jusqu'où et pour quelle cible de croissance ? La Chine a montré que, sur le plan sanitaire, elle s'en tiendrait à la lettre. À voir maintenant si l'esprit pourra vivifier le reste.

Sophie WIEVIORKA

BRÉSIL : LE CYCLE DE RESSERREMENT TOUCHE À SA FIN

Le Congrès ressort les vieilles recettes

Le Congrès brésilien, face à une inflation qui se maintient autour de 12% sur un an, met en place un certain nombre de mesures destinées à faire baisser les prix du carburant pour les consommateurs. Un projet de loi, qui oblige les États régionaux à réduire les taxes sur le carburant, l'électricité, le gaz naturel, les télécommunications et les transports publics a été récemment approuvé par le Congrès. Par ailleurs, le Congrès examine actuellement un amendement constitutionnel qui autorise le gouvernement fédéral à indemniser les États qui éliminent temporairement les taxes locales sur le diesel (jusqu'à la fin de l'année), la compensation totale pouvant atteindre 50 milliards de reais. L'approbation des amendements constitutionnels prend généralement beaucoup de temps : une adoption avant la trêve parlementaire, mi-juillet, n'est donc pas certaine, mais elle est probable étant donné l'importance de la question pour les électeurs et la volonté du Congrès de marquer des points avant les élections générales d'octobre.

Depuis son adoption en 2016, le plafond constitutionnel des dépenses a sans doute été le point d'ancrage le plus solide dans l'évolution budgétaire du Brésil.

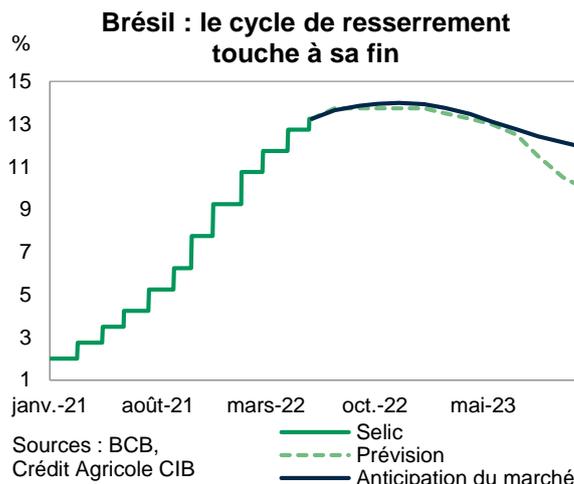
L'avenir du plafond constitutionnel des dépenses est en question

Point important, les dernières propositions fiscales auront certes un impact significatif pour la situation budgétaire du pays dès 2022, mais elles auront un impact encore plus important sur l'évaluation par les marchés de l'évolution budgétaire sous le prochain gouvernement. Depuis son adoption en 2016, le plafond constitutionnel des dépenses a sans doute été le point d'ancrage le plus solide dans l'évolution budgétaire du Brésil. Les modifications successives apportées à la règle par différents moyens sous l'administration actuelle suggèrent que le plafond des dépenses pourrait être abandonné, ou tout au moins modifié, même si Jair Bolsonaro est réélu à la présidence. Les textes publiés par le Parti des travailleurs, le parti de l'ancien président Lula da Silva, indiquent que le plafond constitutionnel sera également très probablement écarté en cas de victoire de Lula.

Le cycle de resserrement touche à sa fin

La baisse de l'inflation, qui est passée de 12,1% sur un an en avril à 11,7%, pourrait signifier que le pic de l'inflation est passé : un signe bienvenu pour la banque centrale (BCB). La hausse cumulée du taux directeur (le Selic) depuis le début du cycle de resserrement

l'année dernière est de 11,75 points. Après avoir réduit à 50 points de base la hausse du Selic lors de sa dernière réunion, en juin, la BCB a annoncé une nouvelle hausse « d'amplitude identique ou plus faible » et signalé que la fin du cycle de hausse approchait. Le cycle de hausse des taux pourrait s'achever sur un Selic à 13,75%. Avec la convergence de l'inflation vers notre prévision de 7,5% pour la fin 2022, la BCB devrait entamer un cycle d'assouplissement, mais modéré et à partir (au mieux) de la fin du troisième trimestre de cette année.



Le PIB a progressé de 1% au premier trimestre grâce à la poursuite de la réouverture *post*-pandémie et à la progression du secteur des services. Ce chiffre induit une bonne dynamique pour la suite de l'année, nous amenant à revoir notre prévision de croissance en très légère hausse pour 2022.

	2022	2023
 En variation annuelle		
PIB	0,9%	1,2%
Inflation	7,5%	4,5%

Élection présidentielle : Lula reste favori

Enfin, Lula reste favori avant l'élection présidentielle de début octobre. Il a de fortes chances de l'emporter si la cote de popularité du président sortant, Jair Bolsonaro, reste sous la barre des 40%. Les autres candidatures peinent à décoller. Le thème principal de cette élection est clairement l'économie, thème sur lequel les électeurs font traditionnellement confiance à Lula.

Olga YANGOL

RUSSIE : FAIBLESSE INTÉRIEURE, RÉSILIENCE EXTÉRIEURE

Le PIB devrait se contracter fortement cette année en raison des sanctions. Il est difficile d'avancer des chiffres précis, mais nous anticipons une contraction proche de 10% cette année. Le profil de croissance lui-même a été très fortement modifié par le contexte actuel très particulier. En deux mots : la demande intérieure est sous forte contrainte et le commerce extérieur joue un rôle d'amortisseur.

Forte contraction de l'économie

La consommation et l'investissement souffrent des perturbations et des problèmes de chaînes d'approvisionnement. La hausse des taux d'intérêt pèse également sur l'activité économique. Dans un premier temps, la Banque centrale (CBR) a relevé brusquement son taux directeur (le taux de *repo* à une semaine) à 20% fin février, créant un choc sur le financement de l'économie. Ensuite, alors que le rouble se redressait, la CBR a abaissé son taux directeur à plusieurs reprises en avril, mai et juin. Le taux directeur, actuellement à 9,50%, est revenu à son niveau de début février. La perception que l'on peut avoir des taux d'intérêt réels est différente, selon que l'on s'intéresse au déflateur en glissement annuel ou au déflateur séquentiel. L'inflation séquentielle a fortement décéléré depuis avril pour tomber à près de zéro en juin. En conséquence, le niveau élevé des taux d'intérêt réels continue de limiter l'activité et les investissements pèsent fortement sur la croissance en 2022.

Les exportations de pétrole sont restées fortes malgré les sanctions des États-Unis et de l'UE, en partie parce que d'autres pays ont importé davantage de pétrole russe depuis le début de l'année

Redressement du rouble

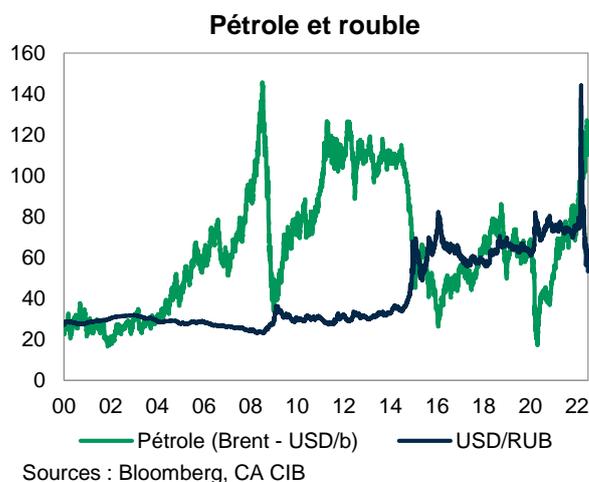
La situation extérieure de la Russie contraste fortement avec sa situation intérieure. Les exportations de pétrole sont restées élevées malgré les sanctions des États-Unis et de l'Union européenne, en partie parce que d'autres pays ont importé davantage de pétrole russe depuis le début de l'année. La hausse des prix de l'énergie y a également contribué (même en tenant compte des réductions de prix consenties par la Russie sur ses exportations de pétrole). Ainsi, fin mai, la valeur des exportations de pétrole brut vers la Chine avait plus que doublé par rapport à l'année précédente. L'Inde a également importé davantage de pétrole russe. Cette réorientation des exportations de matières premières reflète la situation géopolitique et pourrait s'inscrire dans la durée, ce qui suggère que la Russie pourrait

continuer de bénéficier de recettes d'exportation. La diminution des exportations de gaz vers l'Europe, en juin, *via* le gazoduc Nord Stream 1, suggère également que la Russie dispose de marges de manœuvre suffisantes auprès de ses clients non occidentaux pour se permettre d'utiliser ses exportations d'énergie comme arme géopolitique.

 En variation annuelle	2022	2023
PIB	-9%	-2%
Inflation	17%	12%

À partir de quel niveau une devise est-elle trop forte ?

Après son effondrement initial, le rouble a rebondi sous l'effet de la hausse des excédents extérieurs combinée aux contrôles des capitaux, puis s'est apprécié bien au-delà de son niveau initial. On pourrait donc considérer que les sanctions ont eu un impact financier limité et témoignent de la résilience de la Russie. Cependant, cette situation génère également des difficultés. Une devise forte pèse sur la compétitivité extérieure, plafonne la valeur en rouble des exportations de matières premières et alimente également les risques de déflation. Dans un tel contexte, un débat est apparu : les autorités monétaires ne devraient-elles pas revenir à une politique visant à contrôler le taux de change, en rupture avec la stratégie de ciblage de l'inflation en vigueur depuis 2014 ? La banque centrale préférerait conserver le système actuel. Elle continuera probablement à baisser les taux directeurs, afin de lutter contre la déflation et de limiter l'appréciation du rouble.



Sébastien BARBÉ

INDE : RATRAPAGE

L'économie indienne continue d'émerger de la période de crise sanitaire et reste assez vaillante : la croissance pourrait atteindre 7,4% en 2022, un rythme plus lent que lors du rebond *post-Covid* de 2021, mais encore satisfaisant. La poursuite de la réouverture de l'économie *post-pandémie* et la hausse de la consommation soutiendront la croissance par ailleurs aidée par d'importantes dépenses d'infrastructure. Le déficit budgétaire du gouvernement devrait ainsi rester supérieur à 6% du PIB. De fortes moussons et la survenance du phénomène météorologique la *Niña* devraient être positives pour les cultures et la production agricole. Enfin, l'Inde bénéficiera de la baisse des capacités mondiales de raffinage et de la hausse des marges de raffinage, qui soutiendront la production de ce secteur.

L'économie indienne continuera de rebondir après la crise sanitaire, mais la maîtrise de l'inflation sera un défi majeur

La croissance sera toutefois freinée par le niveau élevé de l'inflation et la réduction du pouvoir d'achat des ménages. Les importations de pétrole russe à prix cassé, en provenance de l'Oural, ne compenseront pas la hausse des cours du brut du Moyen-Orient, qui représente actuellement les deux tiers du pétrole consommé en Inde. Bien qu'élevée, la production agricole n'apaisera que modérément la hausse des prix alimentaires. On peut être sceptique (et nous le sommes) quant à l'efficacité du plan du gouvernement qui veut restreindre les exportations de blé et de sucre pour faire baisser l'inflation. Enfin, les baisses d'impôts sur le carburant, l'huile alimentaire, les matériaux servant à la fabrication de l'acier et les engrais ne permettront de compenser que partiellement les hausses de coûts dues aux pressions internationales. Proche de 6,3% en 2022, l'inflation excéderait donc nettement la limite supérieure fixée par la RBI (*Reserve Bank of India*).

La RBI devrait augmenter son taux de *repo* à 6% d'ici fin 2022, contre 4,90% actuellement. Ce taux n'a pas encore atteint son niveau d'avant-Covid (5,15%) et reste bien en dessous du niveau neutre, selon la RBI (5,75%). Celle-ci a commencé à relever ses taux assez tardivement : l'inflation était déjà supérieure à l'objectif et les prévisions d'inflation se redressaient. La RBI devra donc agir rapidement pour contenir l'inflation.

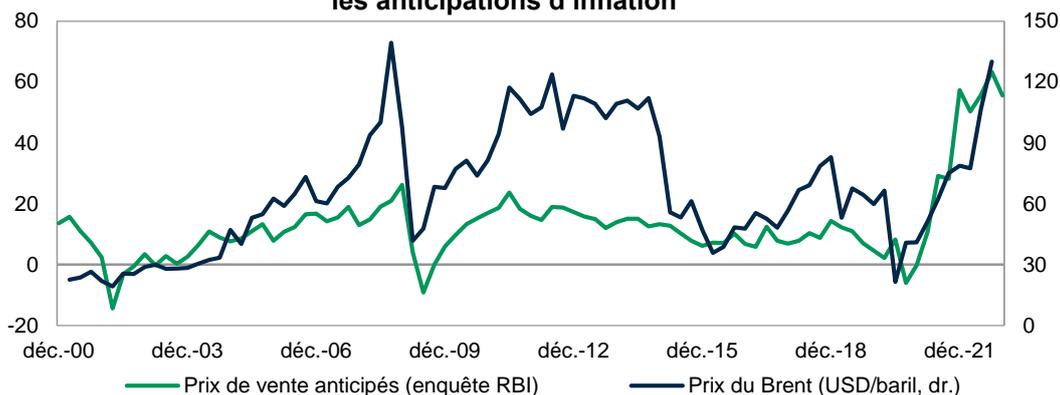
 En variation annuelle	2022	2023
PIB	7,4%	6,0%
Inflation	6,3%	4,5%

La roupie indienne continuera à se déprécier, malgré les hausses de taux agressives de la RBI. À court terme, nous tablons sur une appréciation du dollar (à 78,50 roupies au troisième trimestre 2022). La persistance des prix élevés du pétrole et la hausse des taux des *US Treasuries* sur la partie longue de la courbe maintiendront les pressions baissières sur la roupie. Alors que la RBI va relever ses taux de manière agressive, elle s'est également engagée à limiter la hausse des rendements des titres d'État à long terme, afin de garantir le bon déroulement des adjudications. La hausse des taux locaux pèsera sur le marché actions indien et sur les entrées de capitaux en provenance de l'étranger. Le déficit courant, à 2,5% du PIB, constitue une source de fragilité pour la roupie.

La RBI dispose cependant de plus de 600 milliards de dollars de réserves de change qu'elle pourra utiliser pour freiner la baisse de la roupie si nécessaire. Afin de réduire l'inflation importée, la RBI souhaite en effet limiter la dépréciation de la roupie.

David FORRESTER

Inde : la montée des cours du pétrole fait monter les anticipations d'inflation



Sources : CEIC, Bloomberg, Crédit Agricole CIB



SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – À l'Est rien de nouveau

Gaz – Quand tu nous tiens !

Aéronautique – Le défi de la remontée des cadences !

Automobile – « Que la force soit avec toi »

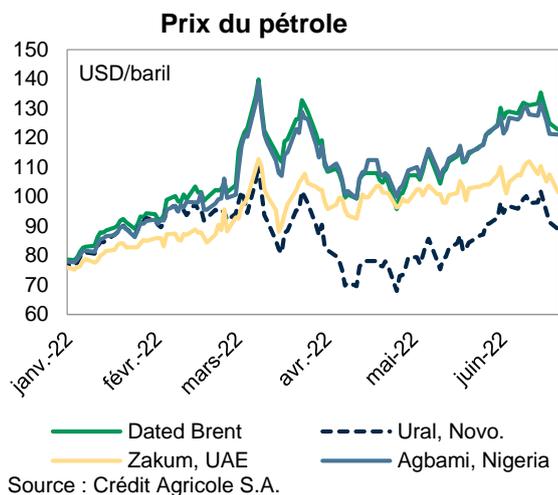
Transport maritime – Les trafics s'essouffent sur fond de crise logistique persistante

Pétrole – À l'Est rien de nouveau

Faute de capacités excédentaires d'offre pétrolière suffisantes sur le marché et en l'absence de perspectives d'un règlement politique du conflit russo-ukrainien, les conséquences tout de suite perçues au début des hostilités (prix du pétrole et *cracks spreads* pétroliers élevés) devraient perdurer sur le reste de l'année 2022 et en 2023.

Le marché pétrolier reste évidemment toujours marqué par le conflit entre l'Ukraine et la Russie.

La substitution progressive des bruts russes entretient l'important *spread* entre les prix des pétroles russes et européens, un *spread* qui s'est formé dès le début du conflit. La substitution des produits pétroliers russes provoque aussi une flambée des *cracks spreads*¹ pour l'essence, le diesel ou le kerojet. L'impact du conflit sur les *cracks spreads* des produits pétroliers amplifie la hausse des cours du pétrole pour les consommateurs. Enfin, la fin du confinement à Shanghai, fin mai, a contribué à la très récente augmentation du prix du pétrole.



Notre scénario est basé sur un enlisement du conflit russo-ukrainien et donc sur la prolongation des sanctions et représailles entre l'Occident et la Russie. L'embargo sur les pétroles et produits pétroliers russes par l'Europe, qui sera effectif fin 2022, restera en vigueur durant toute l'année 2023.

Dans cet environnement, le marché pétrolier devrait continuer à souffrir d'une pénurie d'offre.

L'Arabie saoudite et les autres gros producteurs du golfe arabo-persique augmenteront leurs productions, mais n'auront pas suffisamment de marges pour détendre substantiellement le marché pétrolier. Face à des productions en déclin, les autres grands producteurs de l'OPEP, comme le Nigéria et l'Angola, ne seront pas en mesure de pouvoir épauler les

producteurs du Moyen-Orient. Toujours sous le joug des sanctions américaines, l'Iran devrait bénéficier de ses soutiens chinois et russes pour augmenter légèrement sa production. La levée des sanctions américaines contre le Venezuela, indispensable pour une reprise de la production vénézuélienne victime de plusieurs années de sous-investissements, ne sera pas suffisante pour envisager une reprise rapide et massive de la production de pétrole. L'augmentation de la production de pétrole américaine, essentiellement due au champ Permian et aux liquides associés à la production de gaz naturel, restera modeste et insuffisante pour compenser la baisse de la production russe.

Des raffineries qui fonctionnent déjà à leur maximum et l'absence de nouvelles capacités de raffinage en Europe et aux États-Unis laissent peu d'espoir à une détente des *cracks spreads* pétroliers à court terme.

Si la majorité des nouvelles capacités de raffinage se situe essentiellement au Moyen-Orient et en Chine, il est vraisemblable que la Chine limite ses exportations de produits pétroliers pour protéger son marché domestique.



Prix moyen du pétrole par baril

S2 2022

127 dollars

2023

131 dollars

Faute de stocks suffisants après plusieurs trimestres de tirages, l'équilibrage du marché pétrolier nécessitera une adaptation de la demande. Ainsi, sous l'effet d'un prix du pétrole et des *cracks spreads* pétroliers élevés, la demande en pétrole en 2023 devrait légèrement baisser.

Dans ces conditions, **notre scénario table sur des prix demeurant élevés au cours du second semestre 2022 mais aussi en 2023** à, respectivement, 127 et 131 dollars par baril.

Stéphane FERDRIN

¹ Le *crack spread* correspond à la différence de prix entre un baril de pétrole brut et ses sous-produits comme l'essence, le diesel, le combustible de chauffage, le kérosène...

Gaz – Quand tu nous tiens !

Le bras de fer entre l'Europe et la Russie va bouleverser l'approvisionnement en gaz naturel de l'Europe. Avec les ruptures de gaz naturel en provenance de Russie, le salut de l'Europe dépendra de sa capacité à détourner des méthaniers de GNL de l'Asie.

Le second trimestre 2022 a été marqué par une diminution progressive des importations de gaz russes. Après l'arrêt des flux *via* le gazoduc Yamal qui traverse la Biélorussie et la Pologne en avril, la réduction des flux *via* le gazoduc « Fraternité » qui traverse l'Ukraine en mai, Gazprom se dit aujourd'hui contraint, faute de pouvoir récupérer une pièce de turbine essentielle sous sanction occidentale, de fortement réduire les flux de gaz à travers le gazoduc Nordstream 1. Par rapport à l'année passée à la même époque, les importations quotidiennes de gaz russes par gazoducs ont été divisées par trois.

En supposant que les flux *via* Nordstream 1 et « Fraternité » se maintiennent au niveau actuel, l'Europe n'importerait en 2022 plus que 55 milliards de m³ de gaz russe, soit le tiers environ de ses importations de gaz en provenance de Russie avant 2020. En début du conflit, l'Europe affichait l'ambition de réduire ses importations de gaz russes d'ici la fin 2022. Elle se retrouve aujourd'hui dos au mur et contrainte d'y parvenir en compensant cette réduction par des importations de gaz naturel liquéfié (GNL). **À consommation constante et considérant un taux de remplissage des stocks de gaz naturel à 90% avant l'hiver (contre 77% l'année passée), l'Europe devra alors importer près de 156 milliards de m³ de GNL en 2022, contre seulement 90 milliards de m³ en 2021.** Cela correspond à 13 milliards de m³ de GNL qui doivent être déchargés chaque mois dans les terminaux de regazification européens.

Aujourd'hui, sur les cinq premiers mois de 2022, les importations mensuelles de GNL sont en moyenne d'un peu moins de 12 milliards de m³. **Il faut donc que l'Europe augmente un peu plus ses importations de GNL : cela ne sera pas aisé au moins jusqu'au mois de septembre**, date prévisionnelle de démarrage du terminal américain Freeport victime d'un incident et d'un arrêt technique début juin. Avec l'arrêt temporaire de Freeport d'une capacité annuelle de 19 milliards de m³, le marché du GNL risque d'être privé de 5 milliards de m³ dans les trois et quatre prochains mois. Par rapport aux données du marché du GNL en 2021, l'Europe devra alors augmenter ses achats sur le marché spot/court terme de 74 milliards de m³ (+150%). Considérant que peu de nouvelles capacités de liquéfaction de gaz naturel deviendront opérationnelles à l'exception du terminal Calcasieu Pass aux États-Unis, l'Europe devra alors attirer vers ses terminaux de regazification plus de 55% du marché spot/court terme en 2022, alors qu'en 2021, les achats spot de l'Europe ne représentaient que 17% de ce

marché. L'Europe devra donc détourner près de 74 milliards de m³ de GNL de leurs clients traditionnels, majoritairement situés en Asie.

Cette compétition entraînera inéluctablement une augmentation du prix du gaz naturel qui pénalisera les pays importateurs de GNL les moins capables d'adopter une politique du « quoi qu'il en coûte ». Mais l'effacement probable de ces pays ne sera pas suffisant pour étancher la soif de l'Europe. Cette dernière devra aussi soutirer des méthaniers auprès de clients chinois, japonais et coréens. Les besoins supplémentaires de l'Europe sont énormes ; les 74 milliards de m³ de GNL représentent plus de 60% des achats spot de l'Asie en 2021. Pour éviter toute pénurie ou rationnement, les efforts financiers de l'Europe seront très importants, avec des prix du gaz naturel qui pourraient régulièrement atteindre les prix que l'Europe a connu en décembre et en mars au début du conflit russo-ukrainien. Cette situation aura des conséquences pour le marché de l'énergie en Asie. Les clients asiatiques qui renonceront au GNL se tourneront alors vraisemblablement vers le charbon. Le transfert des 74 milliards de m³ de l'Asie vers l'Europe pourrait représenter potentiellement une augmentation de la consommation de charbon en Asie d'environ 250 millions de tonnes, correspondant à 70% de la consommation annuelle chinoise.

La situation en 2023 ne devrait pas s'améliorer et pourrait même empirer dans un scénario d'enlèvement des combats en Ukraine et donc de prolongation des sanctions contre la Russie. Dans un tel scénario, un arrêt complet de Nordstream 1 à la mi-2023 serait probable. En effet, Gazprom conduit habituellement ses opérations de maintenance sur Nordstream 1 en juillet. Toujours privé des équipements en provenance de l'Occident, Gazprom pourrait alors mettre un terme aux opérations de Nordstream 1. Si les flux étaient maintenus *via* le gazoduc « Fraternité », les importations de gaz russes pourraient tomber à 24 milliards de m³, obligeant l'Europe à importer près de 185 milliards de m³ de GNL, soit la totalité du marché spot/court terme de 2021. Même avec de nouveaux terminaux flottants de regazification en opération, mais faute de nouvelles capacités de liquéfaction de gaz naturel en 2023, **il paraît difficile à l'Europe d'être capable d'absorber la quasi-totalité du marché spot/court terme du GNL.** Et les risques de rationnement et de pénurie en gaz naturel pour l'Europe d'augmenter en 2023.

Stéphane FERDRIN

Construction aéronautique – Le défi de la remontée des cadences !

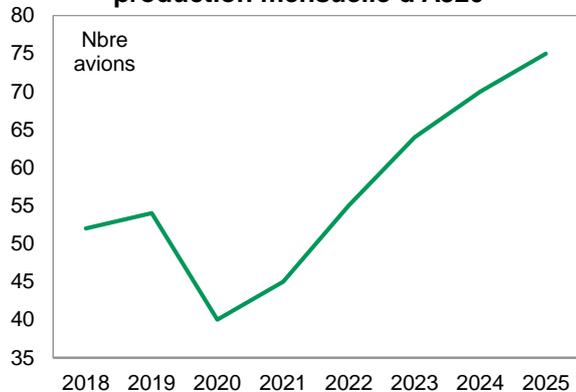
Dans un contexte de reprise du transport aérien, l'augmentation des cadences demandée aux sous-traitants met sous tension l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement. La sécurisation de la trajectoire 2022-2023 de remontée des cadences dans une économie sous tensions (recrutements, logistique, approvisionnements matières) est au cœur des préoccupations.

Après deux crises majeures – Boeing 737Max, Covid – durant lesquelles la filière a simultanément fait preuve de solidarité et de résilience, elle est désormais confrontée aux conséquences de la crise en Ukraine.

Alors que le trafic domestique en Chine avait retrouvé son niveau pré-crise dès octobre 2020, la politique zéro-Covid poursuivie par le gouvernement chinois a sévèrement impacté le premier semestre 2022. L'appétence au voyage est pourtant inchangée, même si la reprise du trafic international reste de fait très dépendante de la réouverture des frontières comme en témoignent les réservations.

Le conflit russo-ukrainien a conduit 36 pays, dont les 27 États membres de l'UE ainsi que le Canada et le Royaume-Uni, à fermer leurs espaces aériens à la Russie qui leur a également fermé le sien. Hors de ces espaces, le trafic international avec la Russie paraît se poursuivre dans des conditions relativement normales, notamment avec la Chine et l'Inde. L'impact à court comme à long terme du conflit sur le trafic aérien devrait donc rester limité, et ce d'autant plus que le trafic aérien russe n'est pas prépondérant dans le trafic mondial. Pour la région Russie et Asie centrale, en 2019, le trafic domestique représentait 5% du trafic mondial et le trafic international de cette même région restait marginal.

Evolution annoncée par Airbus de la production mensuelle d'A320



Sources : Cour des Comptes, Crédit Agricole S.A.

Dans un contexte de demande solide, la crise russo-ukrainienne ne modifie pas la trajectoire fixée par les donneurs d'ordres européens aux

sous-traitants. La réussite de la remontée des cadences de production reste la principale préoccupation de la filière, qu'il s'agisse d'aviation commerciale, d'aviation d'affaires ou d'appareils militaires. En effet, la filière n'aborde pas la sortie de crise de façon homogène selon le positionnement des acteurs dans le cycle industriel et sur les programmes. Pour les sous-traitants des programmes monocouloirs, la reprise s'annonce forte et va accélérer, générant des tensions sur le besoin en fonds de roulement et la trésorerie. Pour les sous-traitants des programmes bi-couloirs, la reprise sera beaucoup plus lointaine.

	1 ^{er} excédent de la balance commerciale
2019	31,1 Mds €
2021	19,7 Mds €

Les indicateurs de performances opérationnelles de la *supply-chain*, en deçà des niveaux attendus par les donneurs d'ordres, témoignent de la difficulté des entreprises à remonter en capacité.

Principale cause identifiée au sortir de la crise sanitaire : la fragilisation des bassins d'emplois. Alors que le secteur est depuis longtemps confronté au manque d'attractivité des filières de production, les débats sur l'impact climatique du transport aérien ont alimenté les interrogations sur la pérennité des emplois. La concurrence accrue d'autres secteurs (santé, énergie, logistique...) se fait également sentir.

Prévoyant une remontée des cadences, la filière s'est mobilisée dès 2021 sur la question des approvisionnements. Des mesures avaient donc déjà été prises pour les sécuriser bien avant la crise ukrainienne, notamment grâce à la constitution de stocks de sécurité et à la diversification des sources de matière. Si les livraisons des métaux indispensables au secteur aéronautique (notamment titane) ne paraissent pas compromises, la persistance de cours élevés sur le long terme pèsera sur la compétitivité du secteur.

Pascale ROMBAUT-MANOUGUIAN

Automobile – « Que la force soit avec toi »

L'industrie automobile² mondiale continue d'afficher des signaux mitigés et contradictoires qui ne correspondent plus ni aux cycles du passé ni à aucun élément d'analyse macro-économique classique.

Les ruptures d'approvisionnement et les hausses des prix des matières premières ont pour effet d'entraîner une volatilité accrue des volumes de production automobile qui pèse de manière encore plus disproportionnée sur les marges de rentabilité. La succession de chocs externes accroît les incertitudes quant aux perspectives du marché automobile en 2022.

Une hausse généralisée des prix : conséquence des difficultés d'approvisionnement exacerbées par le conflit en Ukraine, certaines matières premières comme l'aluminium ont vu leur cours exploser. À 3 000 euros par véhicule, le coût moyen des matières premières a progressé de près de 50% par rapport au deuxième trimestre 2019 et représente désormais 12% du coût d'un véhicule contre 8% en 2019.

Mais, surtout, une remontée des coûts des matières liées entrant dans la fabrication des batteries : aujourd'hui, plus que les matières premières ou les semi-conducteurs, ce sont les pénuries de matières premières entrant dans la fabrication de batteries – notamment lithium et nickel – qui inquiètent les intervenants ; c'est non seulement un facteur de hausse des coûts mais aussi un facteur limitant la croissance des véhicules électriques sur le long terme.

Coût moyen des matières premières/ coût d'un véhicule

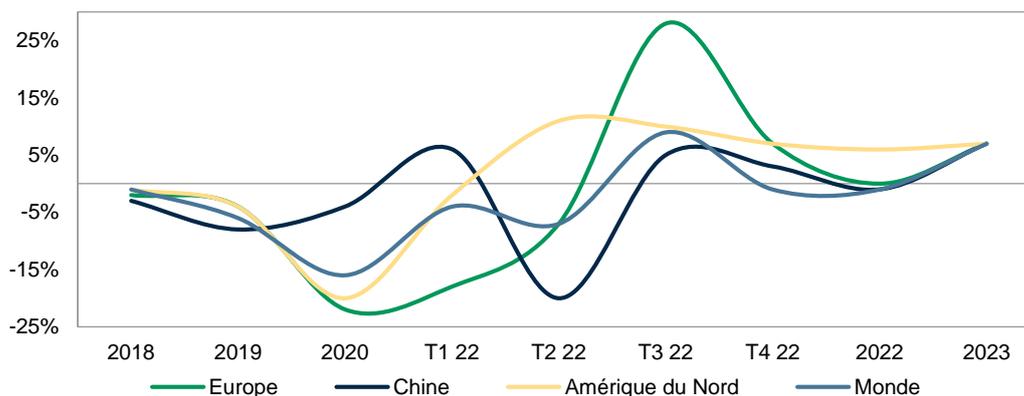
2022	12%
2019	8%

Après deux années de recul, le secteur automobile, qui s'apprêtait à enfin rebondir en 2022, serait, au mieux, stable. Il existe en effet un risque de contraction. La hausse des taux d'intérêt vient contrarier la reprise tant attendue en Europe et aux États-Unis, après deux années de contraintes liées aux ruptures d'approvisionnement en semi-conducteurs.

Ce scénario s'appuie sur une hypothèse de détérioration du pouvoir d'achat des consommateurs face à la politique de prix de plus en plus élevés menée par les constructeurs qui continuent de protéger leurs bénéfiques records. Si le redémarrage n'est certes pas encore acquis, l'année 2023 pourrait permettre un retour graduel à la normale.

Véronique VIGNER

Evolution de la production automobile



Source : Crédit Agricole S.A.

² Pour plus d'information, consulter notre publication [Automobile – « Que la force soit avec toi », 29 juin 2022](#)

Transport maritime – Les trafics s'essoufflent sur fond de crise logistique persistante

L'inflation, les incertitudes géopolitiques et les perturbations logistiques pèsent sur la demande et les frets. Malgré un rebond incertain des trafics de haute saison, un regain de tensions portuaires est attendu cet été en Europe et en Amérique du Nord.

Les taux de fret spots ont nettement reflué depuis le nouvel an chinois. À l'approche de la haute saison, ils se stabilisent sur l'Asie et l'Europe, mais poursuivent leur recul sur le transpacifique où l'on commence à évoquer des surcapacités. Retombés à leur niveau d'il y a un an, ils demeurent quatre à cinq fois supérieurs aux niveaux pré-pandémie. Parallèlement, le **rattrapage des taux de fret contractuels**, multipliés par deux à trois sur un an, fait plus que compenser la chute du spot, alimentant la croissance des revenus et des profits des transporteurs et contribuant à la poussée inflationniste.

Un freinage de la demande est désormais sensible.

Le trafic global de conteneurs a reculé au cours du premier quadrimestre, pour partie en raison des confinements en Chine. L'inflation, qui gonfle les dépenses contraintes des ménages, et la reprise des dépenses de services grèvent également les achats de biens importés, alors que les craintes géopolitiques impactent plus largement la confiance. Moteur de la croissance depuis deux ans, les ventes au détail aux États-Unis reculent en volume. De grands distributeurs comme Walmart parlent de stocks excessifs, jetant le doute sur la vigueur des trafics de haute saison à venir.

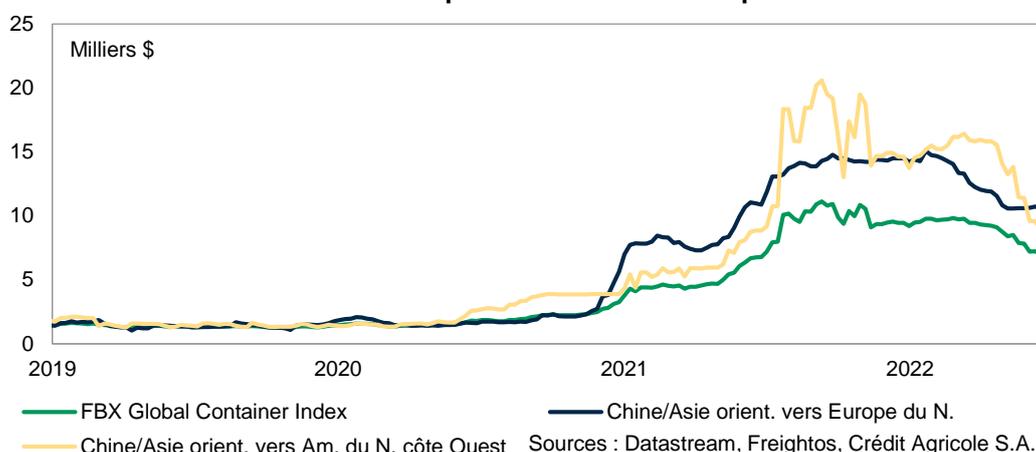
Sur le front de la crise logistique, après les effets de la guerre en Ukraine et des confinements chinois, **de nouveaux obstacles se profilent.** Avec l'assouplissement des restrictions en Chine, une vague d'arriérés

d'expéditions risque d'aggraver l'engorgement des ports occidentaux. L'annonce de nouveaux confinements partiels rappelle que la stratégie zéro-Covid fait peser une menace latente sur les chaînes d'approvisionnement. Autre menace découlant de l'inflation, **des négociations salariales tendues dans les pays développés mettent sous pression les ports déjà congestionnés.** Si les partenaires sociaux se veulent rassurants quant aux négociations en cours des contrats de dockers aux États-Unis, ce sont dans les *hubs* nord européens et particulièrement en Allemagne, nouveau point noir de la congestion portuaire, que l'été s'annonce à haut risque, alors que les ports sévèrement engorgés sont menacés de grèves perlées.

Passée la haute saison, **les nuages qui s'accumulent sur la demande renforcent la perspective d'une rechute des taux de fret spot** et d'un début d'atterrissage des coûts moyens de transport, amorti par les contrats conclus à des niveaux records en 2022. Le ratio des navires en commande sur la flotte en service atteint désormais son plus haut niveau depuis 2010. Sous l'avalanche de livraisons attendues en 2023 et 2024, augmentées à terme des capacités importantes aujourd'hui neutralisées par la congestion portuaire, **le secteur pourrait renouer d'ici un an avec les surcapacités.**

Bertrand GAVAUDAN

Prix du transport d'un conteneur 40 pieds





MARCHÉS

Politique monétaire – Priorité à l'inflation

Taux d'intérêt – Bien plus haut, bien plus vite

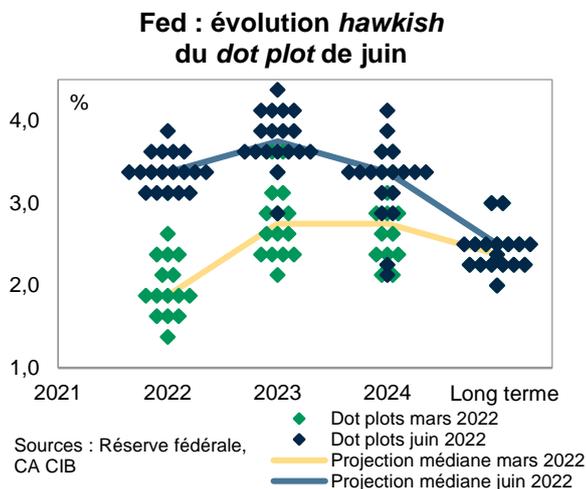
Taux de change – Avantage au dollar

Politique monétaire – Priorité à l'inflation

Au fur et à mesure de l'accélération et de la diffusion de l'inflation, mais aussi du risque de la voir s'installer plus durablement, le discours puis les actions des banques centrales se sont durcis. Si les États-Unis sont, à juste titre, très en avance dans le durcissement monétaire, la Banque d'Angleterre resserre avec prudence (voire ambiguïté) et la BCE s'apprête juste à entamer ses hausses de taux.

RÉSERVE FÉDÉRALE : UN FOMC TOUJOURS PLUS HAWKISH

Depuis son brusque revirement *hawkish* fin 2021, la Fed n'a fait que durcir sa position, l'inflation ayant constamment surpris à la hausse au cours du premier semestre 2022. Cela s'est notamment traduit par la première hausse de 75 points de base des taux directeurs depuis 1994 lors du FOMC de juin et par un nouveau déplacement vers le haut du *dot plot*, lequel suggère à présent que les taux atteindront 3,375% fin 2022 et 3,75% fin 2023.



Nos propres prévisions d'inflation ont été régulièrement révisées à la hausse depuis le début de l'année, nos attentes à l'égard de la Fed ont suivi ce mouvement et nous tablons désormais sur un resserrement monétaire plus agressif. Notre scénario envisage une hausse supplémentaire de 75 points de base en juillet, suivie de hausses de 50 points de base à la fois en septembre et en novembre, puis d'une hausse de 25 points de base en décembre. Cette série de relèvements rapides porterait le taux cible des *Fed Funds* à 3,50%-3,75% : un niveau à peu près conforme aux prix actuels de marché, juste supérieur à ce que suggère le *dot plot* de la Fed à fin 2022 mais excédant nettement l'estimation médiane du niveau neutre (2,50%).

Toutefois, contrairement au *dot plot* qui indique un nouveau resserrement en 2023, la Fed devrait marquer une pause après le FOMC de décembre 2022, une pause autorisée par la série de hausses

rapides des taux directeurs en anticipation du cycle. L'inflation restera élevée, mais devrait alors commencer à baisser. Facteur encore plus décisif, l'économie devrait envoyer quelques signaux de faiblesse au second semestre 2022, avant qu'une dégradation plus importante n'apparaisse plus clairement au cours de l'année 2023, compliquant le processus de décision de la Fed. Actuellement, tous les facteurs pointent dans la même direction : vers davantage de resserrement. Toutefois, lorsque la croissance ralentira et que le chômage commencera à augmenter, la Fed sera confrontée à des pressions contradictoires liées à son double mandat.

La normalisation du bilan de la Fed se poursuivra comme annoncé en mai et devrait contribuer au resserrement des conditions financières.

En raison de l'importance qu'elle accorde à l'inflation, la Fed ne devrait pas baisser ses taux directeurs en 2023, même si la croissance ralentit fortement, comme le retiennent nos prévisions. Toutefois, la dégradation des perspectives pourrait significativement limiter l'ampleur des nouvelles hausses en 2023, la Fed essayant de trouver un compromis entre ces contraintes contradictoires. Les risques restent orientés à la hausse en raison des risques eux-mêmes haussiers sur l'inflation. Les risques baissiers ne peuvent être ignorés : en cas de ralentissement marqué, la probabilité élevée d'une récession pourrait déboucher sur une trajectoire plus basse des taux directeurs.

La normalisation du bilan de la Fed se poursuivra comme annoncé en mai (le rythme maximum sera atteint le 1^{er} septembre) et devrait contribuer au resserrement des conditions financières. Le durcissement quantitatif a officiellement démarré le 1^{er} juin, avec des remboursements pouvant atteindre 30 milliards de dollars pour les *Treasuries* et 17,5 milliards de dollars pour les MBS, soit un total de 47,5 milliards de dollars, montant qui sera doublé en septembre pour aboutir à des réductions mensuelles du bilan totalisant 95 milliards de dollars.

Nicholas VAN NESS

BCE : RESSERREMENT MONÉTAIRE EN VUE

Après dix années d'accommodation monétaire ininterrompue, la BCE va initier un cycle de resserrement à partir de ce mois de juillet.

Le rebond de l'inflation durant la première moitié de l'année ainsi que les perspectives d'augmentation forte des prix au cours des six prochains mois ont conduit la BCE à préparer son resserrement monétaire, de manière de plus en plus marquée au fur et à mesure des Conseils des gouverneurs.

La BCE va arrêter ses programmes d'achats à partir du 1^{er} juillet : le PEPP a été arrêté fin mars et les achats nets au titre de l'APP s'arrêteront début juillet. Ensuite, elle remontera ses taux de 25 points de base (pdb) le 21 juillet, portant le taux de dépôt à -0,25% et le taux de refi à 0,25%. Il s'agira de la première hausse de taux depuis juillet 2011.

Lors du Conseil de septembre, la BCE devrait – selon notre scénario – procéder à une hausse de 50 pdb. Elle a en effet indiqué qu'en l'absence d'une amélioration sur le front de l'inflation, elle procéderait à une hausse supérieure à 25 pdb. Or, aucune amélioration – loin s'en faut – ne devrait intervenir avant la fin de cette année.

La BCE devrait de nouveau, en octobre puis en décembre, remonter ses taux. Notre scénario retient des hausses de 25 pdb. Le risque que la BCE procède à des relèvements plus importants est néanmoins fort : l'inflation va rester très élevée jusqu'à la fin de l'année

au mieux et il est désormais clair que la BCE privilégie la lutte contre l'inflation à toute autre considération.

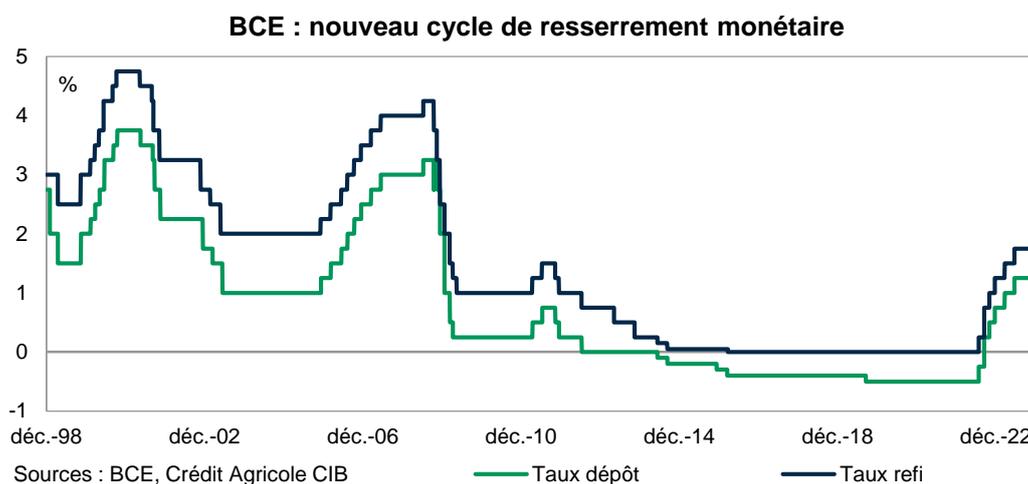
À partir du début de 2023 en revanche, l'inflation, bien que toujours élevée, devrait décroître tandis que les signes de fragilisation de l'économie devraient pousser la BCE à davantage de pragmatisme. Par conséquent, **notre scénario n'envisage que deux hausses de taux (de 25 pdb chacune) au début de 2023.**

À partir du début de 2023, les signes de fragilisation de l'économie devraient pousser la BCE à davantage de pragmatisme

Parallèlement, les remboursements de TLTRO au cours de 2023 devraient accentuer l'orientation restrictive de la politique monétaire, par le canal du resserrement quantitatif (réduction de la liquidité excédentaire et retour des collatéraux de la BCE vers les banques, puis les investisseurs).

Enfin, la BCE devrait dévoiler un programme « anti-fragmentation » au cours des prochaines semaines. Le resserrement de la politique monétaire a, en effet, engendré un écartement des *spreads* à même de faire ressurgir la fragmentation financière. Selon des membres de la BCE, un programme pourrait être prêt avant la fin de l'été.

Louis HARREAU



BANQUE D'ANGLETERRE : LE CHOIX COMMODE DE LA CONDITIONNALITÉ

Alors que les autres banques centrales de pays avancés accélèrent leur rythme de resserrement monétaire, la BoE se distingue par une certaine prudence dans l'action et une ambiguïté de langage qui, sans lui être inhabituelle, risque d'être inappropriée, voire dangereuse, dans le contexte inflationniste actuel.

Un rythme de resserrement jusqu'à présent relativement modeste

En juin, la BoE a procédé à un tour de vis de 25 points de base (pdb), portant le taux directeur à 1,25%, au lendemain d'une Fed qui a resserré de 75 pdb. Depuis le début de son cycle de resserrement, en dépit d'un démarrage plus précoce (décembre 2021, contre mars 2022), la BoE a délivré au total 115 pdb de hausses, contre 150 pdb pour la Fed. **Les conditions économiques pourraient pourtant justifier un tour de vis plus important.** L'inflation britannique (9,1% au mois de mai) est plus élevée qu'aux États-Unis (8,6%) et prévue en hausse à plus de 11% à l'automne. Les conditions sur le marché du travail sont également très tendues, sans signe d'amélioration à très court terme : nombre de postes à pourvoir record (1,3 million) et en hausse, difficultés de recrutement sévères et persistantes, renégociations salariales supérieures à 5% (selon la BoE). Par ailleurs, les anticipations d'inflation se sont redressées au cours des douze derniers mois. À 3,5% selon l'enquête BoE/Ipsos de mai pour les anticipations de long terme, elles sont certes encore seulement très légèrement supérieures à leur moyenne historique, mais risquent de monter davantage avec la hausse anticipée de l'inflation.

Compte tenu de la situation du marché du travail et du risque de poursuite de la hausse des anticipations d'inflation, mais aussi de l'agressivité de la Fed et de ses implications pour le taux de change de la livre, le

resserrement monétaire devrait se poursuivre. Nous avons ajouté trois hausses de taux de 25 points de base chacune à notre scénario central, conduisant le taux directeur à 2% en novembre.

Nous avons ajouté trois hausses de taux à notre scénario central, conduisant le taux directeur à 2% en novembre

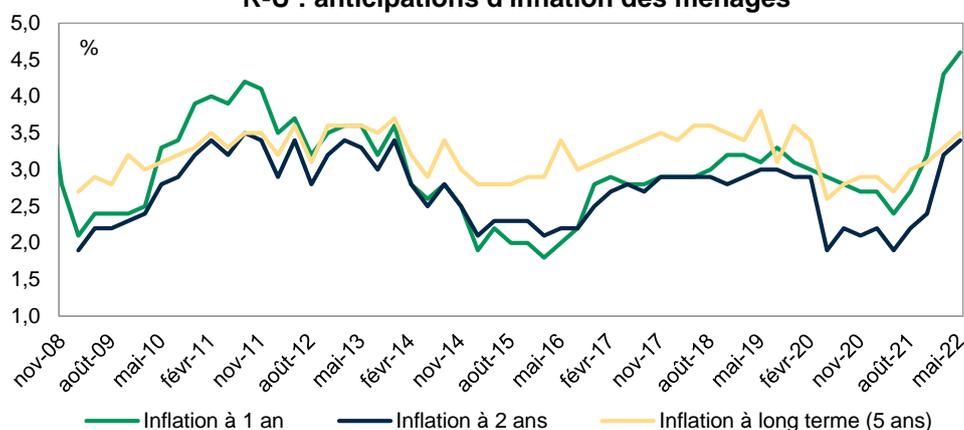
Prête à accélérer le pas si nécessaire

En juin, la BoE a opéré deux changements notables de sa **forward guidance**. D'une part, elle a supprimé la phrase « un certain degré de resserrement supplémentaire pourrait continuer d'être approprié dans les prochains mois » et a introduit une *forward guidance* moins explicite qui conditionne « l'ampleur, le rythme et le calendrier de toute hausse de taux future » aux perspectives économiques et aux pressions inflationnistes. D'autre part, la BoE s'est dite « particulièrement vigilante » à toute indication de persistance des pressions inflationnistes et a déclaré qu'elle agirait « avec force si nécessaire ». Le mot « force » est évidemment très important et vient tempérer le caractère *dovish* propre à la conditionnalité de la nouvelle *forward guidance*. Une façon pour la BoE de reconnaître le haut degré d'incertitude, sans pour autant paraître hésitante face à l'inflation, ce qui pourrait nuire à sa crédibilité.

Cette nouvelle forward guidance suggère que la BoE est prête à agir de manière plus agressive, si les perspectives d'inflation à moyen terme viennent à subir une révision significative à la hausse. La porte est donc à présent ouverte à la possibilité d'une hausse de taux de 50 points de base au mois d'août, lorsque le comité de politique monétaire mettra à jour ses prévisions d'inflation.

Slavena NAZAROVA

R-U : anticipations d'inflation des ménages



Sources : BoE/Ipsos Inflation Attitudes Survey, Crédit Agricole S.A.

Taux d'intérêt – Bien plus haut, bien plus vite

Sous l'influence d'une inflation nettement plus vive, plus diffuse et plus durable suscitant des resserrements monétaires plus volontaristes, les taux d'intérêt se sont nettement redressés et se sont révélés plus volatils. Le mouvement de hausse a vocation à se poursuivre. En zone euro, il se double de tensions sur les primes de risque souverain qui préoccupent la BCE.

ÉTATS-UNIS : LES HAUSSES ANTICIPÉES VONT INVERSER ENCORE PLUS LA COURBE DES TAUX

Avec une inflation qui reste beaucoup trop élevée et d'autres mauvaises nouvelles attendues, la Fed devrait procéder à des hausses de taux d'intérêt anticipées, portant ses taux directeurs en territoire restrictif d'ici la fin de l'année. Une telle remontée agressive des taux directeurs devrait conduire à une accentuation de l'inversion de la courbe des taux. Nous avons révisé notre prévision sur les taux des *Treasuries* et tablons en fin d'année sur un taux dix ans à 2,95% et sur une inversion à -85 points de base de la pente deux ans - dix ans.

Le pic du niveau de long terme du taux directeur est proche de 3,80% pour ce cycle, contre environ 2,90% fin mai lors de la précédente chute des marchés actions. Le marché s'attend désormais à un total de 200 points de base de hausse des taux directeurs d'ici la fin de l'année. Le président de la Fed, Jerome Powell, a clairement indiqué que la banque centrale examinait les chiffres de l'inflation en variation mensuelle qui, contrairement aux chiffres en glissement annuel, ont l'avantage de ne pas être impactés par des effets de base. L'inflation « globale » (par opposition à l'inflation sous-jacente) est devenue le véritable objectif du FOMC : c'est elle qui est ressentie par la population et c'est bien elle qui joue un rôle important dans les anticipations.

Bien que la volatilité du marché obligataire ait tendance à baisser pendant l'été, il pourrait en être autrement cette année en raison de la fluctuation des anticipations concernant la politique de la Fed. Le rapport sur l'inflation du mois de juin, qui sera

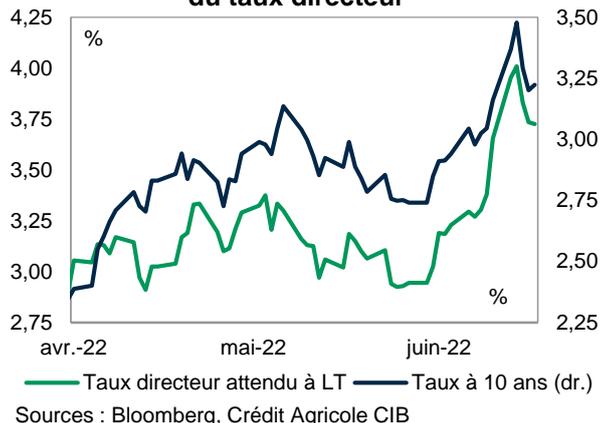
publié le 13 juillet, avant le FOMC du 27 juillet, déterminera probablement l'ampleur de la hausse des taux qui sera décidée par la banque centrale. Notre prévision d'inflation table sur une progression élevée au moins de juin (+1% en variation mensuelle) et suggère qu'une deuxième hausse de 75 points de base en juillet est fortement probable.

Les rendements réels ont connu une forte volatilité en raison de l'évolution rapide des anticipations relatives à la politique de la Fed. Le taux réel à dix ans, qui s'établissait à environ 10 points de base fin mai, a bondi à 83 points de base le 14 juin. Les points morts des titres indexés sur l'inflation (TIPS) ont été sous pression, car les hausses agressive de taux directeurs ont pesé sur les actifs risqués, tout en améliorant les perspectives d'inflation à long terme. Avec la montée puissante des rendements réels, l'indice TIPS a perdu environ 8% depuis le début de l'année sur une base de rendement global.

L'inflation « globale » est devenue le véritable objectif du FOMC : c'est elle qui est ressentie par la population et joue un rôle important dans les anticipations

Le marché est resté très liquide jusqu'à présent, malgré les hausses des taux directeurs, comme le montre le volume des opérations de prise en pension au jour le jour de la Fed (*overnight reverse repo* ou RRP) qui s'est maintenu au-dessus de 2 000 milliards de dollars récemment. Le volume des opérations de prise en pension devrait rester élevé à court terme, car

Volatilité du niveau de long terme du taux directeur



Les rendements réels s'envolent, les points morts sont s/s pression



les investisseurs intervenant sur le marché monétaire placent activement des liquidités sur le marché du repo, en raison de la diminution de l'offre en bons du Trésor. Les bons du Trésor se sont renchérïs sur la partie courte de la courbe et ont surperformé les autres

instruments du marché monétaire. Cette surperformance devrait se poursuivre jusqu'à ce que les remboursements diminuent pendant les mois d'été.

Alex LI

EUROPE : UNE POLITIQUE PLUS RESTRICTIVE S'IMPOSE DE TOUTE URGENCE

La volatilité atteinte ces derniers temps sur le marché des titres d'État européens peut sembler très élevée : elle reste faible au regard de celle du marché monétaire. Après une période de taux bas et négatifs de près de dix ans (couvrant toute la carrière de certains investisseurs...), la perspective de taux directs supérieurs à 2% ne semblait pas envisageable. C'est pourtant le scénario que les marchés monétaires ont fini par anticiper face aux dangers que fait peser la montée en flèche de l'inflation, montée qui se poursuit en Europe. Bien sûr, la BCE – comme les autres banques centrales – n'a pas d'influence directe sur les prix des matières premières, compte tenu des limitations inhérentes aux outils dont elle dispose : son bilan et la fixation des taux directs. Il est cependant impossible de considérer cette hausse des prix comme un simple choc d'offre classique.

la volatilité pendant une dizaine d'années, le dénouement de cette politique entraîne des niveaux de volatilité que l'on n'avait observés qu'à l'occasion de la crise financière de 2008.

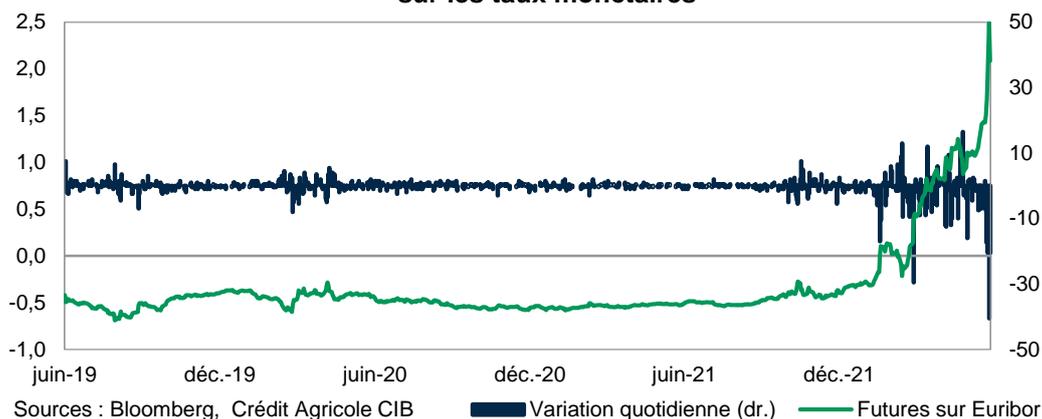
Les taux des titres d'État européens core et périphériques ont atteint les niveaux que nous attendions en fin d'année et une politique monétaire restrictive est désormais anticipée par le marché monétaire de la zone euro. On pourrait dès lors penser que le mouvement de remontée des taux de marché est achevé et que nous avons atteint un nouvel équilibre. Ce raisonnement butte sur les risques d'inflation qui, dans la zone euro, restent orientés à la hausse en raison de la disparition de sources d'approvisionnement de certains biens en Ukraine et en Russie et d'une exposition généralement plus importante aux prix de l'énergie.

La BCE n'a pas d'influence directe sur les prix des matières premières, compte tenu des limitations inhérentes aux outils dont elle dispose

Tout comme la plupart des autres grandes banques centrales, il a fallu beaucoup de temps à la BCE pour en convenir : un retard qui, en laissant l'inflation se renforcer, a aggravé le problème. C'est précisément la raison pour laquelle les marchés des taux, après avoir longtemps pensé qu'un retour à une politique monétaire neutre (soit, selon notre estimation, un taux directeur de 1,25% dans le cas de la BCE) serait suffisant, ont changé d'optique : ils s'attendent désormais à la mise en place d'une politique légèrement restrictive, avec un taux directeur autour de 2%. Comme le montre le graphique *infra*, cela suppose des hausses de taux plus importantes et crée de la volatilité sur les marchés. **Alors que la politique de taux réels négatifs et de croissance continue du bilan des banques centrales avait fortement limité**

De nouvelles hausses de l'inflation sous-jacente pourraient se traduire par des pressions haussières supplémentaires sur les taux nominaux et amener les intervenants de marché à envisager une politique monétaire très restrictive, la BCE ayant été (et continuant à être) lente à réagir face à cette dynamique de l'inflation. En effet, plusieurs de nos études suggèrent qu'une relation plus directe s'est développée au cours des derniers mois entre l'inflation et les taux *swap* (et la courbe des taux).

Ajustement rapide et volatil des anticipations de marché sur les taux monétaires



La BCE commencera à relever ses taux tardivement, en juillet. Contrairement à la Fed, elle ne considère pas la réduction de son bilan comme une priorité immédiate. Cette réduction finira cependant par se produire et prendra la forme de remboursements de TLTRO, lesquels devraient augmenter légèrement les coûts de financement. Le problème le plus sérieux pour les pays de la périphérie n'est cependant pas que leurs obligations soient utilisées comme collatéral du TLTRO, mais plutôt que la politique monétaire restrictive ait aussi des répercussions budgétaires. En effet, le coût de financement va augmenter pour tous, certes, mais cela pourrait poser des difficultés pour certains.

Les taux directeurs négatifs et l'assouplissement quantitatif avaient théoriquement pour seul objectif de prévenir les risques de déflation ; mais ce dispositif avait une forte composante budgétaire. La seule fin des achats nets de titres (sans diminution du bilan) ne devait pas avoir pour effet de pousser les *spreads* souverains à la hausse, en raison du stock de titres achetés et de l'excès de liquidité ainsi créé. Combinée à la hausse des taux directeurs, la fin de l'assouplissement quantitatif aura nécessairement pour effet d'augmenter les coûts de financement et de recentrer l'attention sur les fondamentaux et la soutenabilité de la dette.

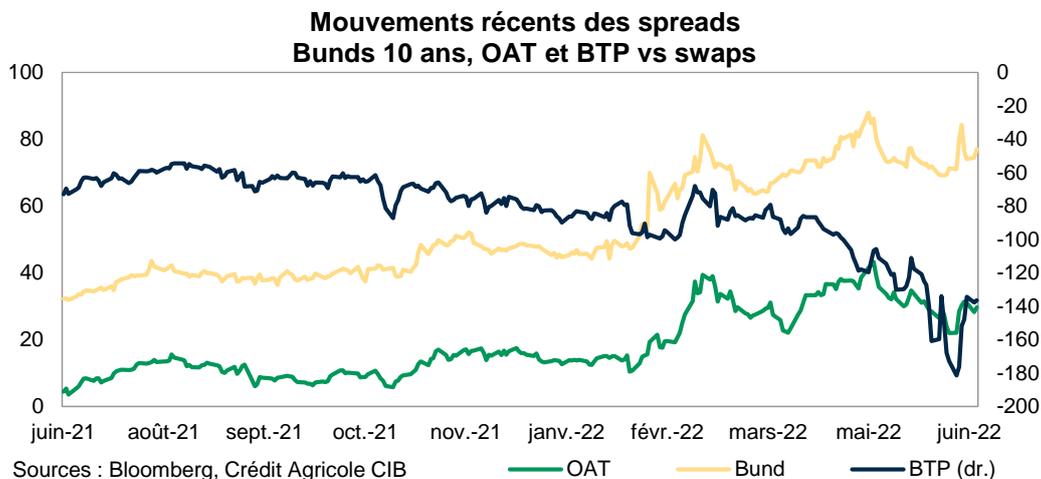
Outre l'effondrement de l'excédent commercial de l'UE cette année, la hausse des taux directeurs a pour effet de réduire la croissance à un moment où celle-ci est essentielle pour absorber la hausse des coûts de financement déterminante pour le ratio dette/PIB. Fait notable, alors même qu'elle n'a ni procédé à sa première hausse des taux directeurs ni mis fin au QE, la BCE est déjà en « situation de crise » concernant le coût du financement, notamment pour l'Italie, qui affiche le plus gros stock de dette de la zone euro et

dont les taux d'intérêt ont commencé à augmenter de manière potentiellement inquiétante (cf. graphique *infra*). Les investisseurs demandent toujours une contrepartie lorsqu'ils prennent davantage de risque et, dans un contexte de politique monétaire plus restrictive, les risques de crédit commencent à apparaître sous différents angles.

Il semble donc qu'afin de resserrer sa politique monétaire pour atteindre son objectif d'inflation et empêcher que ne s'installent les effets négatifs, notamment sociaux, d'une inflation durablement élevée, **la BCE devra soit prendre en charge ce risque de crédit croissant dans son bilan, soit trouver une manière d'indemniser les investisseurs.** La tâche sera difficile compte tenu des contraintes juridiques, des contraintes politiques et des objectifs poursuivis. Il nous semble que l'outil qui sera finalement mis sur pied, quel qu'il soit, pourra au mieux ralentir l'élargissement des *spreads* dans la mesure où la BCE ne peut pas s'engager à acheter des obligations de manière inconditionnelle pour plafonner les *spreads*, sauf à recourir à l'OMT (*Outright Monetary Transactions*³).

En résumé, **les risques haussiers demeurent sur les taux des titres d'État européens en raison d'une inflation très nettement supérieure à l'objectif et loin de s'assagir.** Les perspectives de croissance se dégradent sur plusieurs fronts ; cela devrait conduire à un aplatissement des courbes de taux, tandis que le durcissement de la politique monétaire devrait peser sur les actifs risqués. Les perspectives des *spreads* sont toutefois complexes et les marchés devraient rester volatils. Dans ces circonstances, la prudence est de mise pour les investisseurs.

Bert LOURENCO



³ Achats fermes d'obligations souveraines sur les marchés secondaires visant à préserver une transmission appropriée de la politique monétaire et mis en place en août 2012 par la BCE. Les opérations soumises à une conditionnalité stricte (programmes d'ajustement macro-économique), se concentrent sur la partie courte de la courbe des taux, mais non sujettes à une limite quantitative *ex-ante*.

Taux de change – Avantage au dollar

Résilience des États-Unis loin de l'épicentre du conflit, resserrement monétaire américain précoce et déterminé, aversion au risque : tous les facteurs d'appréciation du dollar sont actuellement réunis. Son appréciation récente et son attrait à court terme ne doivent pas faire oublier qu'il existe des forces de rappel.

PAYS DÉVELOPPÉS : LE DOLLAR EST ROI (POUR L'INSTANT)

Le récent durcissement de la position de la Fed et la prime « valeur refuge » accordée par les marchés au dollar ont dépassé nos attentes. Bien qu'il soit difficile de se projeter au-delà de l'épisode en cours d'appréciation du dollar, les risques à plus long terme sont à la baisse pour le billet vert : **nous avons ajusté nos prévisions de change à court terme**, mais maintenons notre opinion baissière à l'horizon de six ou douze mois.

Le dollar apparaît comme le principal bénéficiaire du ralentissement économique mondial en cours :

- ✓ L'économie américaine est considérée comme plus résiliente que ses homologues européennes et asiatiques, lesquelles sont pénalisées par des problèmes géopolitiques ou sanitaires ;
- ✓ La Fed s'est imposée comme l'une des banques centrales les plus *hawkish* du G10, ce qui a renforcé l'attrait-rendement du dollar ;
- ✓ Le récent pic d'aversion au risque, enfin, a stimulé la demande de liquidités en dollar qui ont l'avantage de présenter un taux de rémunération élevé.

Le récent durcissement de la position de la Fed et la prime accordée par les marchés au dollar en tant que valeur refuge ont surpassé nos attentes. Fort de ce statut de devise refuge à rendement élevé, le dollar pourrait conserver sa position dominante sur le marché des changes au cours des prochains mois. Le modèle du « sourire du dollar⁴ » peut donc continuer à

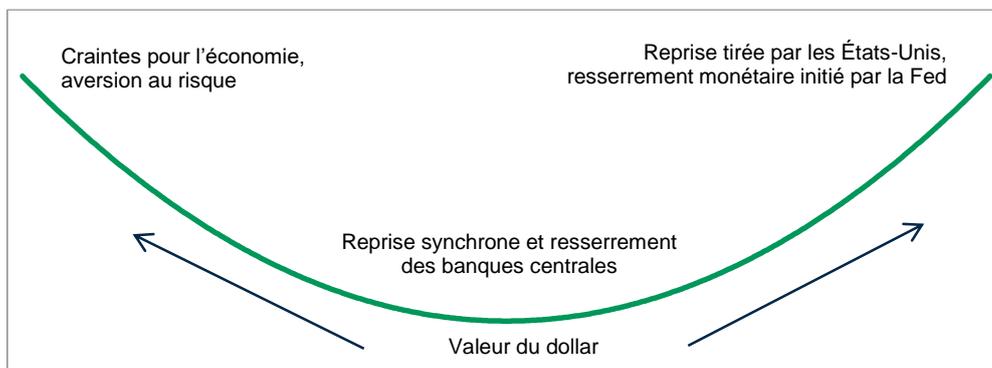
influencer l'évolution des devises du G10 sur le marché des changes.

Nos prévisions de change à court terme ont donc été ajustées en conséquence. Nous avons notamment revu à la hausse nos prévisions à court terme pour le dollar face à la livre sterling, au dollar australien, au dollar néo-zélandais, à la couronne norvégienne et à la couronne suédoise. Nous avons à l'inverse revu à la hausse nos prévisions pour le franc suisse, suite au récent durcissement de la position de la Banque Nationale Suisse (BNS). L'essentiel de l'appréciation du dollar face à l'euro et au yen semble désormais derrière nous. Au-delà de l'épisode en cours d'appréciation du dollar, les risques à plus long terme sont à la baisse pour le billet vert.

Les risques à plus long terme sont à la baisse pour le billet vert et nous maintenons notre opinion baissière à l'horizon de six ou douze mois

Tout d'abord, **la combinaison actuelle de montée en flèche de l'inflation et de ralentissement de la croissance diffère des épisodes de stagflation précédents** en raison des niveaux historiquement bas du chômage, du niveau élevé des offres d'emploi, de la bonne situation financière des ménages et des entreprises, de l'abondance de liquidités sur les marchés mondiaux et des mesures de soutien budgétaire en Europe. Ces facteurs devraient rendre l'économie mondiale plus résiliente et permettre aux

Le paradigme du « sourire du dollar » devrait continuer de conditionner l'évolution des devises du G10



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

⁴ *USD Smile* : modèle selon lequel le dollar devrait surperformer lorsque la Fed devance les autres pays dans le cycle de resserrement monétaire mondial ou lorsque l'aversion au risque pousse les investisseurs à rechercher la sécurité du marché des *US Treasuries*.

banques centrales de normaliser leur politique sans déclencher d'atterrissage en catastrophe de l'économie (*hard landing*) et sans encourager d'opération tablant sur une divergence des politiques économiques. L'économie chinoise est également en train de rouvrir progressivement et pourrait diminuer l'attrait pour le dollar à mesure de son accélération progressive.

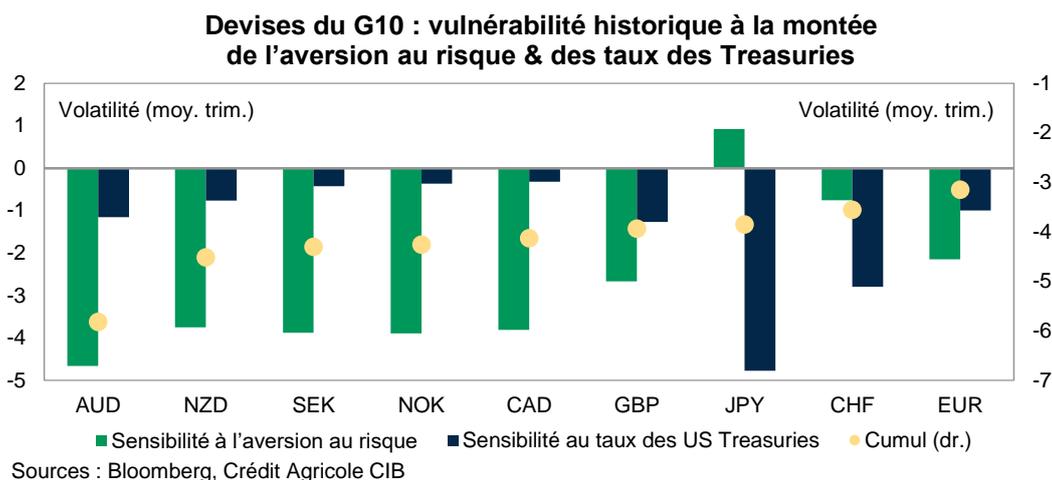
De nombreux facteurs positifs pour le dollar (liés notamment à la Fed) semblent déjà intégrés dans les prix de marché et la Fed est, par ailleurs, en train d'être « rattrapée » par les autres banques centrales du G10. Dans ce contexte, le dollar pourrait ainsi sous-performer les devises du G10 à rendement élevé telles que le dollar canadien, le dollar australien et la couronne norvégienne, surtout si les craintes actuelles de récession ne se vérifient pas dans les mois à venir. Ce scénario est conforté par les derniers résultats de nos modèles.

L'analyse des devises du G10 avant et pendant les premiers stades des quatre derniers ralentissements ou récessions économiques aux États-Unis et dans le

monde depuis 1990 suggère que la performance du dollar a généralement été mitigée ou négative, tandis que les devises telles que l'euro, le yen et le franc suisse ont régulièrement surperformé. Notons enfin que la livre sterling est une des devises ayant le moins bien performé.

Enfin, **les marchés financiers américains ont bénéficié de flux d'investissements très importants en provenance de la zone euro et du Japon**. L'attrait des actifs américains a été mis à mal par la Fed et le ralentissement de l'économie américaine tandis que la normalisation de la politique monétaire de la BCE se poursuit. Cette situation est susceptible de susciter des rapatriements de capitaux vers la zone euro, ce qui soutiendrait l'euro face au dollar. Le yen pourrait également bénéficier de flux de rapatriement, en particulier si la montée récente de l'aversion pour le risque (liée aux inquiétudes sur la croissance mondiale) pesait sur les actifs à risque libellés en dollars.

Valentin MARINOV



PAYS ÉMERGENTS : UN ÉTÉ CHAUD EN PERSPECTIVE ?

Les devises émergentes restent vulnérables, notamment face aux inquiétudes de stagflation mondiale et à un éventuel ajustement à la baisse des marchés actions mondiaux.

Soulagement... et après ?

Au cours du mois de juin, les devises des pays émergents ont relativement bien résisté à l'avalanche de mesures et de messages *hawkish* (généralement pertinents) en provenance des banques centrales : cela semble relever de l'adage selon lequel il faut « acheter la rumeur, vendre le fait ». Les actions des banques centrales ont rassuré le marché : elles signalent qu'elles n'entendent pas se « laisser dépasser par les événements ». Après cette récente série d'actions, l'appréciation des devises émergentes pourrait se poursuivre à court terme.

Face à une série inhabituelle de défis

Toutefois, au-delà du court terme, une relative prudence et une **approche défensive vis-à-vis des marchés émergents pendant l'été** sont conseillées. Les marchés émergents devraient en effet continuer de faire face à une série inhabituelle de difficultés.

La première d'entre elles est **l'inflation dans la sphère émergente** : elle n'a cessé d'accélérer, notamment dans la région Europe, Moyen-Orient et Afrique mais aussi, et fortement, en Amérique latine. L'inflation, longtemps beaucoup plus faible en Asie, a commencé à progressivement se redresser. L'accélération de l'inflation soutient la montée des taux d'intérêt et pèse sur l'activité économique. La hausse des prix (notamment ceux des produits de base) érode très sensiblement le pouvoir d'achat des consommateurs et peut alimenter les tensions sociales dans les pays les moins développés.

Deuxième difficulté : **la montée des rendements américains exerce une pression sur les financements extérieurs des pays émergents et réduit l'attractivité du portage des marchés émergents.** Le

resserrement monétaire américain a en effet entraîné une réduction de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et les marchés émergents au cours des quatre derniers mois, et ce malgré la hausse des taux dans les pays émergents.

Des marchés actions déterminants

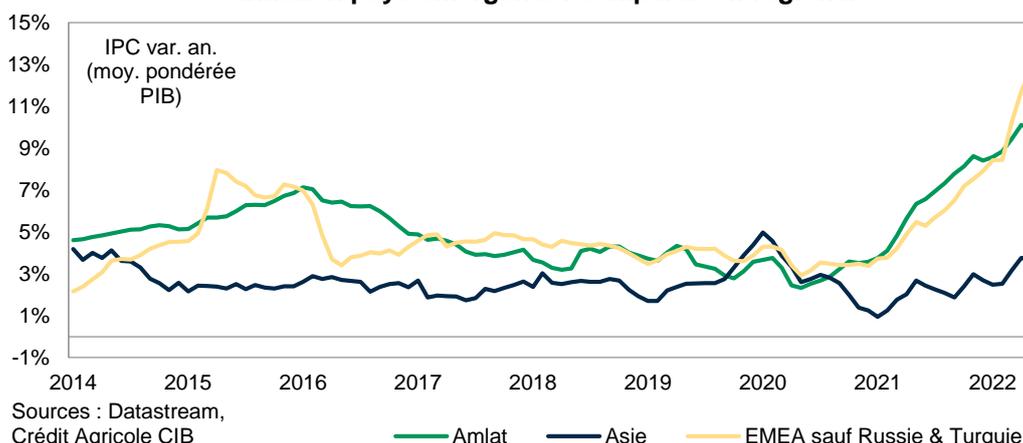
Autre risque spécifique : **l'incertitude sur l'évolution des marchés actions. La corrélation entre les devises émergentes et les marchés actions américains s'est en effet fortement renforcée depuis le début de l'année.** Cela indique que l'évolution des devises émergentes est plus fortement liée au scénario mondial et souligne le risque qu'une correction des marchés actions américains ferait peser sur les marchés émergents.

À cet égard, au cours des dix dernières années, les épisodes de forte baisse des actions américaines ont entraîné une sous-performance marquée des devises émergentes par rapport à leur comportement habituel ; une sous-performance en outre beaucoup plus prononcée que celle des périodes de forte remontée des taux obligataires. Dans un contexte de risques élevés, d'inflation forte et de ralentissement, une correction des marchés actions (par exemple pendant l'été, une période où la liquidité peut être réduite) pourrait se traduire par une forte baisse des devises émergentes.

La hausse de l'inflation soutient la montée des taux d'intérêt, avec un effet négatif sur l'activité économique

Enfin, **l'incertitude géopolitique devrait rester forte au cours des prochains mois.** Nous supposons que les sanctions contre la Russie resteront en place, avec un impact négatif persistant sur les exportations de matières premières énergétiques (vers l'Europe) et sur les exportations de produits alimentaires (vers le monde), avec des effets négatifs sur l'inflation et l'activité économique. Les tensions entre les États-Unis et la Chine devraient également persister,

Inflation pays émergents : comparaison régionale



d'autant que les États-Unis semblent déterminés à contrer les ambitions croissantes de la Chine dans la région indo-Pacifique. Les États-Unis et la Chine ont tous deux des agendas politiques chargés vers la fin de l'année : les élections américaines de mi-mandat auront lieu le 8 novembre et le 20^e congrès national du Parti communiste chinois, prévu au second semestre, pourrait également être organisé en novembre, selon le journal Ming Pao de Hong Kong. Ces deux événements pourraient être précédés de joutes politiques et géopolitiques. Dans un tel contexte, **des pics de tension géopolitique sont susceptibles d'accroître la vulnérabilité des marchés actions mondiaux et des devises émergentes.**

Ces risques justifient notre scénario **de baisse des devises émergentes face au dollar dans les mois à venir**. Il est assez probable que l'indice des devises émergentes retrouve les points bas qu'il avait atteints au début de la crise Covid en 2020.

Yuan chinois : pas si fort

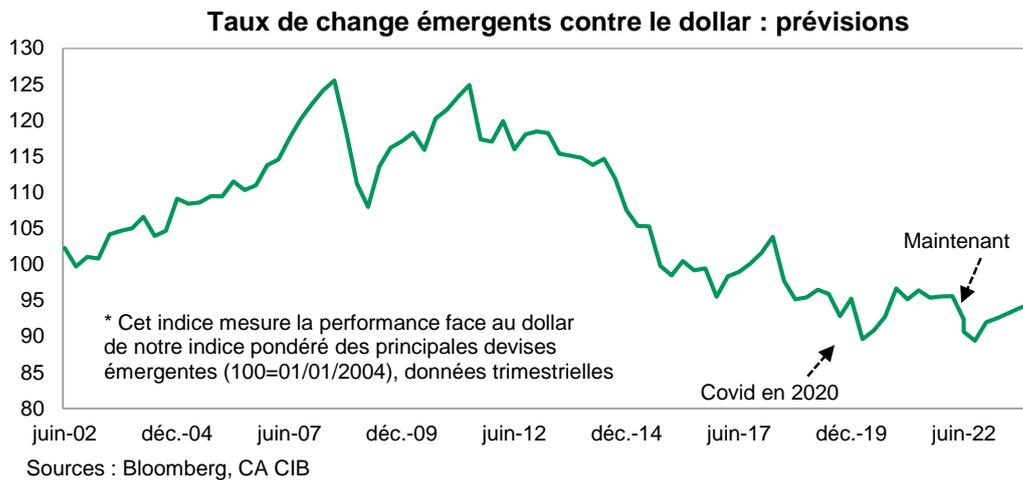
Le yuan chinois pourrait suivre la même trajectoire.

Le risque baissier est limité pour la devise chinoise avec une dépréciation vers 7 yuans pour un dollar au troisième trimestre, sur fond de reprise économique incomplète et graduelle, puis une appréciation modérée vers la fin de l'année.

Les devises émergentes devraient se redresser (au moins en partie) vers la fin de l'année sous de nombreuses réserves.

Il faut supposer que le pic d'inflation soit passé, que l'inflation ait commencé à se stabiliser, que les rendements américains suivent la même trajectoire et que la ré-accélération de l'économie chinoise devienne plus patente.

Sébastien BARBÉ





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
Etats-Unis	5,7	2,6	1,5	4,7	8,3	4,7	-3,6	-3,7	-3,5
Japon	1,7	0,7	2,0	-0,2	1,3	1,2	2,8	0,8	1,5
Zone euro	5,3	2,5	1,1	2,6	7,8	4,9	3,5	2,4	2,6
Allemagne	2,9	1,7	1,0	3,2	8,3	5,6	7,4	6,8	6,7
France	6,8	2,4	1,3	2,1	6,0	4,5	-1,0	-0,7	-0,7
Italie	6,6	2,5	0,8	2,0	7,5	4,5	2,5	-0,6	-0,6
Espagne	5,1	3,9	1,6	3,0	8,4	4,2	0,9	1,7	2,4
Pays-Bas	5,0	2,7	0,9	2,8	9,3	4,9	9,5	8,5	8,2
Belgique	6,2	2,2	0,9	3,2	9,6	5,3	-0,4	0,3	0,0
Autres pays développés									
Royaume-Uni	7,4	3,4	0,9	2,6	9,0	6,4	-2,6	-5,6	-5,9
Canada	5,1	3,8	2,0	3,4	6,3	2,9	0,6	0,2	-0,2
Australie	3,5	4,1	2,6	2,5	2,1	2,2	3,6	1,3	0,5
Suisse	3,7	3,0	1,4	0,4	0,6	0,8	7,2	7,5	7,2
Suède	4,9	1,4	0,8	2,2	6,8	4,8	5,6	4,7	4,1
Norvège	4,0	1,7	1,4	3,5	4,7	3,2	15,4	13,7	13,5
Asie	7,3	4,8	5,3	2,2	3,6	2,7	1,6	0,9	0,7
Chine	8,1	4,0	5,5	0,9	2,4	2,0	1,8	1,2	0,6
Inde	9,6	7,4	6,0	5,1	6,3	4,5	-1,0	-2,5	-2,0
Corée du Sud	4,0	2,8	2,5	2,4	4,6	2,5	4,9	3,9	3,7
Indonésie	3,5	5,0	4,5	2,0	3,0	3,0	-1,0	-1,3	-2,5
Taiwan	6,3	3,4	2,7	2,0	2,6	1,3	14,2	13,2	13,0
Thaïlande	1,6	3,4	4,0	1,2	4,1	1,2	-2,8	0,3	3,2
Malaisie	3,5	6,5	6,0	2,5	2,8	2,5	3,0	3,2	2,7
Singapour	7,6	3,8	3,0	2,3	4,8	1,7	18,6	16,8	15,2
Hong Kong	6,4	1,0	3,6	1,6	2,1	2,0	8,3	5,0	5,5
Philippines	5,7	7,0	6,5	4,4	4,7	3,3	-1,8	-3,9	-2,6
Vietnam	3,9	6,5	6,7	2,5	3,5	4,0	1,5	2,7	2,5
Amérique latine	6,1	1,9	1,7	14,0	12,6	8,8	-1,4	-1,3	-1,4
Bésil	4,6	0,9	1,2	10,1	7,5	4,5	-1,4	-1,0	-1,5
Mexique	5,0	2,2	1,8	7,4	7,2	3,8	-0,4	-0,6	-1,0
Argentine	7,8	2,2	2,0	51,0	46,0	40,0	1,0	0,8	0,5
Colombie	10,7	4,5	2,8	5,6	8,4	4,2	-5,5	-6,5	-4,5
Europe émergente	6,6	-2,1	1,2	9,2	17,7	12,4	1,8	2,9	0,7
Russie	4,7	-9,0	-2,0	6,7	17,0	12,0	6,8	10,0	
Turquie	11,0	3,5	4,0	18,0	25,0	20,0	-2,0	-2,0	-4,0
Pologne	5,9	4,1	3,3	5,1	12,4	7,4	-0,6	-4,2	-4,0
Rép. tchèque	3,3	1,6	3,5	3,8	13,5	4,2	-1,8	-0,3	0,0
Roumanie	5,6	3,9	4,5	5,0	12,8	5,8	-7,1	-6,1	-6,0
Hongrie	7,1	2,0	3,5	5,1	7,0	3,9	-1,5	-1,0	-0,5
Afrique, Moyen-Orient	4,4	4,2	3,6	9,7	11,0	7,8	3,0	6,6	4,7
Arabie saoudite	3,2	5,5	3,5	3,1	2,5	1,8	5,3	13,9	9,8
Emirats Arabes Unis	2,8	5,4	4,9	0,2	4,5	2,9	9,4	14,1	11,1
Afrique du Sud	4,9	2,0	1,8	4,6	6,3	4,8	3,7	2,0	1,0
Egypte	7,1	4,5	5,0	5,2	13,9	9,8	-4,2	-5,0	-4,0
Algérie	3,9	3,5	2,3	6,6	10,7	7,3	-5,0	1,0	0,0
Qatar	2,9	4,7	3,1	2,3	4,2	2,6	14,6	21,0	16,0
Koweït	1,7	7,0	3,2	3,4	5,0	2,9	25,0	35,0	29,0
Maroc	7,7	1,5	3,7	1,4	5,0	2,5	-4,0	-6,3	-4,5
Tunisie	3,3	2,3	2,5	5,7	8,1	6,8	-6,7	-8,9	-5,3
Total	6,1	3,0	2,9	4,4	7,2	4,8	0,9	0,5	0,2
Pays industrialisés	5,1	2,5	1,4	3,2	7,0	4,3	0,2	-0,7	-0,6
Pays émergents	6,8	3,5	4,1	5,3	7,3	5,3	1,4	1,5	0,8

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

Prix à la consommation, a/a %	2021				2022				2023			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	1,9	4,8	5,3	6,7	8,0	8,5	8,8	7,8	6,4	4,9	3,7	3,6
Japon	-0,5	-0,6	0,0	0,4	0,6	1,8	1,6	1,4	1,1	1,2	1,3	1,4
Eurozone	1,1	1,8	2,8	4,6	6,1	7,9	8,7	8,6	6,7	5,2	4,7	3,4
Allemagne	1,7	2,2	3,5	5,4	6,1	8,3	9,1	9,8	7,7	5,9	5,3	3,6
France	1,0	1,8	2,2	3,3	4,2	5,8	7,0	6,9	6,2	4,7	3,8	3,4
Italie	0,8	1,2	2,1	3,8	6,0	7,2	8,5	8,4	6,0	5,2	3,8	3,0
Espagne	0,5	2,3	3,4	5,8	7,9	8,6	9,2	8,1	5,7	4,7	3,5	2,7
Royaume-Uni	0,6	2,1	2,8	4,9	6,2	9,1	9,8	10,8	10,1	6,9	5,6	3,0

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

ENTRE LE MARTEAU ET L'ENCLUME | PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

	PIB (b)	Consom- mation privée (b)	Consom- mation publique (b)	FBCF (b)	Exportations (b)	Importations (b)	Exportations nettes (a)	Variations de stock (a)
Zone euro								
2021	5,3	3,6	3,9	4,1	10,8	8,7	1,3	0,5
2022	2,5	2,4	0,9	3,6	5,4	7,0	-0,5	1,2
2023	1,1	1,1	0,7	2,3	2,8	3,3	-0,1	1,3
T2 2022	-0,2	0,1	0,2	1,3	0,7	2,3	-0,7	1,3
T3 2022	0,2	0,1	0,2	0,5	1,0	1,0	0,0	1,3
T4 2022	0,1	0,0	0,2	0,2	0,7	0,8	0,0	1,3
T1 2023	0,3	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6	0,0	1,3
Allemagne								
2021	2,9	0,3	2,9	1,0	9,5	9,0	0,6	1,2
2022	1,7	3,5	0,2	1,6	3,5	7,6	-1,7	1,2
2023	1,0	1,5	1,2	0,9	2,2	2,8	-0,2	0,0
T2 2022	0,2	0,6	0,3	0,1	2,7	3,0	-0,1	-0,1
T3 2022	0,3	0,3	0,3	0,1	1,1	1,1	0,0	0,0
T4 2022	0,1	0,2	0,3	0,0	0,6	0,8	-0,1	0,0
T1 2023	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,0
France								
2021	6,8	5,3	6,4	11,4	8,6	7,8	0,0	-0,3
2022	2,4	2,7	2,2	1,6	7,1	5,8	0,2	-0,2
2023	1,3	1,8	0,1	1,7	3,1	3,0	-0,1	0,0
T2 2022	0,3	0,6	0,2	0,4	1,3	1,1	0,0	-0,2
T3 2022	0,2	0,4	0,0	0,4	0,8	0,8	0,0	-0,1
T4 2022	0,3	0,4	0,0	0,4	0,7	0,7	0,0	0,0
T1 2023	0,3	0,4	0,0	0,4	0,7	0,7	0,0	0,0
Italie								
2021	6,6	5,2	0,6	17,0	13,4	14,3	0,0	0,3
2022	2,5	1,2	0,3	10,2	8,4	11,6	-0,8	0,5
2023	0,8	0,0	0,1	3,6	2,3	2,6	-0,1	0,0
T2 2022	-0,1	-0,4	0,1	1,4	0,9	1,2	-0,1	-0,1
T3 2022	0,1	-0,1	0,1	1,0	0,9	0,8	0,0	-0,1
T4 2022	-0,2	-0,9	0,1	0,7	0,6	0,8	-0,1	0,2
T1 2023	0,2	0,2	0,1	0,8	0,4	0,5	0,0	-0,1
Espagne								
2021	5,1	4,6	3,1	4,3	14,7	13,9	0,6	0,5
2022	3,9	-1,0	1,3	8,0	13,4	6,6	2,4	0,0
2023	1,6	1,1	1,6	4,5	1,8	3,1	-0,3	0,0
T2 2022	0,2	0,2	0,5	1,4	-0,1	0,8	-0,3	0,0
T3 2022	0,3	0,2	0,5	1,8	0,5	1,5	-0,3	0,0
T4 2022	0,1	-0,1	0,5	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0
T1 2023	0,3	0,1	0,4	1,0	0,3	0,6	-0,1	0,0
Portugal								
2021	4,9	4,5	4,1	6,5	13,1	13,1	-0,7	0,5
2022	5,8	4,2	2,4	8,6	14,6	11,4	0,7	0,1
2023	2,2	0,7	-0,5	7,2	6,9	5,6	0,4	0,0
T2 2022	-1,0	-1,5	0,3	1,3	1,1	1,6	-0,3	0,0
T3 2022	0,1	-0,4	0,3	2,4	1,5	1,8	-0,2	0,0
T4 2022	0,4	0,1	0,2	2,0	1,4	1,4	-0,1	0,0
T1 2023	0,7	0,4	-0,3	1,7	1,8	1,4	0,1	0,0
Pays-Bas								
2021	5,0	3,5	5,5	3,5	6,6	5,1	1,8	-0,5
2022	2,7	3,0	-0,9	1,8	2,1	0,9	1,2	0,1
2023	0,9	0,8	0,7	1,1	2,0	2,0	0,3	-0,1
T2 2022	-0,2	-0,3	0,2	0,2	1,0	1,0	0,1	-0,3
T3 2022	0,2	0,1	0,1	0,2	1,0	1,0	0,1	0,0
T4 2022	0,2	0,1	0,1	0,2	1,0	1,0	0,1	0,0
T1 2023	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0
Royaume-Uni								
2021	7,4	6,2	14,3	5,9	-1,3	3,8	-1,5	0,4
2022	3,4	4,7	2,6	6,5	2,2	11,4	-2,7	0,6
2023	0,9	1,0	4,1	1,2	3,9	4,1	-0,2	-0,6
T2 2022	-0,5	0,4	1,0	-2,0	3,0	-4,0	2,0	-2,7
T3 2022	0,4	0,2	1,0	2,0	0,5	2,0	-0,5	0,2
T4 2022	0,1	0,2	1,0	0,5	0,5	1,5	-0,3	0,0
T1 2023	0,2	0,2	1,0	0,0	1,0	1,2	-0,1	0,0

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

(b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		29-juin	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
États-Unis	Fed funds	1,75	3,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
	Sofr	1,52	2,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Japon	Call rate	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
	Tonar	-0,03	-0,01	0,00	0,01	0,02	0,03	0,03
Zone euro	Dépôt	-0,50	0,25	0,75	1,00	1,25	1,25	1,25
	€str	-0,58	0,18	0,68	0,94	1,21	1,22	1,23
	Euribor 3m	-0,21	0,60	0,98	1,28	1,40	1,45	1,45
Royaume-Uni	Taux de base	1,25	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
	Sonia	0,95	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Suède	Repo	0,25	1,25	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00
Norvège	Deposit	1,25	1,75	2,25	2,50	3,00	3,25	3,50
Canada	Overnight	1,50	2,75	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75

Taux 10 ans		29-juin	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
États-Unis		3,11	3,35	2,95	3,00	2,95	2,85	2,80
Japon		0,23	0,25	0,25	0,25	0,30	0,37	0,45
Zone euro (Allemagne)		1,51	2,20	2,50	2,50	2,45	2,20	2,10

Spread 10 ans / Bund		29-juin	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
France		0,55	0,60	0,60	0,65	0,65	0,70	0,70
Italie		1,99	2,25	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50
Espagne		1,09	1,20	1,30	1,40	1,40	1,45	1,45

Asie		29-juin	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
Hong Kong	Taux de base	2,00	3,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Inde	Taux repo	4,90	5,50	6,00	6,25	6,50	6,75	7,00
Indonésie	BI rate	3,50	4,00	4,25	4,50	4,50	4,75	5,00
Corée	Taux de base	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50
Malaisie	OPR	2,00	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,50
Philippines	Taux repo	2,50	3,00	3,25	3,50	3,50	3,50	3,50
Singapour	6M SOR	2,46	3,01	3,32	3,30	3,39	NA	NA
Taïwan	Redisc	1,50	1,75	1,88	2,00	2,13	2,13	2,13
Thaïlande	Repo	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,25
Vietnam	Refinancing rate	4,00	4,50	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Amérique Latine								
Brésil	Overnight/Selic	13,25	13,75	13,75	13,50	13,00	11,50	10,00
Mexique	Taux overnight	7,75	9,00	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50
Europe Emergente								
Rép. tchèque	Repo 14 j.	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	6,50
Hongrie	Repo 2 sem.	7,75	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	7,50
Pologne	Repo 7 j.	6,00	7,25	7,75	7,75	7,75	7,75	6,75
Roumanie	Repo 2 sem.	3,75	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00
Russie	1W auction rate	0,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Turquie	Repo 1 sem.	14,00	14,00	16,00	18,00	18,00	18,00	18,00
Afrique & Moyen-Orient								
Afr. du Sud	Repo	4,75	5,00	5,00	4,50	4,00	4,00	4,00
EAU	Repo	2,15	2,90	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Arabie Saoudite	Repo	2,25	3,50	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25

TAUX DE CHANGE

Taux de change USD

Pays industrialisés		29-juin	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Euro	EUR/USD	1,05	1,08	1,10	1,10	1,10	1,13	1,15
Japon	USD/JPY	136	132	130	125	122	120	118
Royaume-Uni	GBP/USD	1,22	1,26	1,29	1,29	1,30	1,34	1,36
Suisse	USD/CHF	0,96	0,91	0,90	0,91	0,91	0,88	0,87
Canada	USD/CAD	1,29	1,25	1,23	1,22	1,21	1,20	1,20
Australie	AUD/USD	0,69	0,68	0,70	0,72	0,74	0,76	0,78
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,63	0,62	0,64	0,65	0,66	0,68	0,70

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		29-juin	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Japon	EUR/JPY	143	143	143	138	134	136	136
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,86	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,84
Suisse	EUR/CHF	1,01	0,98	0,99	1,00	1,00	1,00	1,00
Suède	EUR/SEK	10,66	10,40	10,20	10,00	9,90	9,80	9,70
Norvège	EUR/NOK	10,34	10,20	10,00	9,80	9,70	9,60	9,50

Asie		29-juin	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Chine	USD/CNY	6,71	7,00	6,70	6,65	6,60	6,55	6,50
Hong Kong	USD/HKD	7,85	7,85	7,84	7,84	7,83	7,83	7,82
Inde	USD/INR	78,97	78,50	77,00	76,50	76,00	75,50	75,00
Indonésie	USD/IDR	14 835	14 800	14 500	14 400	14 300	14 200	14 200
Malaisie	USD/MYR	4,40	4,50	4,35	4,30	4,25	4,20	4,20
Philippines	USD/PHP	54,7	53,4	52,4	52,0	51,8	51,0	50,5
Singapour	USD/SGD	1,39	1,41	1,37	1,35	1,33	1,32	1,31
Corée du Sud	USD/KRW	1290	1320	1270	1250	1230	1220	1210
Taiwan	USD/TWD	29,7	30,4	29,6	29,4	29,2	29,0	29,0
Thaïlande	USD/THB	35,1	35,0	34,2	33,5	33,0	32,2	32,0
Vietnam	USD/VND	23 255	23 400	23 000	22 800	22 700	22 550	22 500
Amérique latine								
Brésil	USD/BRL	5,24	5,50	5,30	5,35	5,40	5,45	5,50
Mexique	USD/MXN	19,98	21,50	21,00	20,70	20,50	20,25	20,00
Afrique								
Afrique du Sud	USD/ZAR	16,01	16,00	15,50	15,00	14,50	14,50	15,00
Europe émergente								
Pologne	USD/PLN	4,45	4,29	4,20	4,19	4,16	4,04	3,96
Russie	USD/RUB	52,95	65,00	74,00	79,00	80,00	81,00	82,00
Turquie	USD/TRY	16,62	17,00	17,00	17,25	17,50	17,50	17,50
Europe centrale								
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,73	24,90	24,80	24,70	24,70	24,70	24,70
Hongrie	EUR/HUF	397	382	375	365	355	345	340
Pologne	EUR/PLN	4,68	4,63	4,62	4,61	4,58	4,56	4,55
Roumanie	EUR/RON	4,94	4,94	4,94	4,94	4,93	4,92	4,91

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		29-juin	2022		2023			
			T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	122	125	130	125	130	135	135

Prix moy. du trim.		29-juin	2022		2023			
			T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 820	1 850	1 900	1 950	2 000	2 100	2 150

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Etats-Unis	-12,4	-6,5	-4,7	102,2	102,6	101,8
Japon	-6,4	-7,0	-3,5	242,3	244,4	244,2
Zone euro	-5,2	-4,3	-3,6	95,6	94,3	94,9
Allemagne	-3,7	-3,8	-2,3	69,3	69,7	71,0
France	-6,4	-5,7	-5,4	112,6	112,8	114,3
Italie	-7,2	-6,2	-5,3	150,8	147,8	147,2
Espagne	-7,0	-4,8	-4,4	119,5	115,9	116,8
Pays-Bas	-2,5	-2,7	-2,6	53,8	53,1	52,7
Belgique	-5,5	-4,2	-4,0	108,2	108,9	107,4
Grèce	-7,4	-4,2	-1,5	193,3	183,8	181,1
Irlande	-1,9	0,2	-1,0	56,0	50,8	49,7
Portugal	-2,8	-1,7	-1,0	127,4	121,4	119,9
Royaume-Uni	-8,3	-4,5	-2,6	102,8	100,9	101,2

Achévé de rédiger le 1^{er} juillet 2022

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

Comité de rédaction

Pays développés

Ticiano BRUNELLO – Espagne
Pierre BENADJAOUD, Olivier ELUÈRE – France
Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro
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 & gaz
Bertrand GAVAUDAN – Transport maritime
Pascale ROMBAUT-MANOUGUIAN – Aéronautique
Véronique VIGNER – Automobile

Pays émergents

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

Marchés financiers

Nicholas VAN NESS – Fed
Louis HARREAU – BCE
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](#)