



MONDE

**SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE
2022-2023**

Trimestriel – Octobre 2022

L'horizon ? Sombre mais surtout incertain

L'inflation imprime sa marque sur tout le scénario : il en va de même du resserrement monétaire. Selon l'intensité de la contrainte énergétique imposée par la guerre en Ukraine, selon le rythme prévu de décélération de l'inflation, selon la sévérité de la morsure qu'impose le resserrement monétaire, les économies s'acheminent, à des rythmes variés, vers un ralentissement sensible voire une récession.

En amont du scénario économique, **un postulat malheureux mais toujours aussi légitime, que la contre-offensive ukrainienne ne vient pas radicalement modifier : celui d'une guerre russo-ukrainienne intense et d'un processus de paix encore lointain.** À l'extérieur, le pouvoir russe est en effet de plus en plus isolé diplomatiquement et voit sa réputation ternie ; à l'intérieur, il est fragilisé par la rupture du contrat social qu'introduit la mobilisation partielle. Mais la Russie ne s'est pas effondrée économiquement.

Qu'elle émane initialement plutôt d'une demande ayant été sur-stimulée (États-Unis notamment) ou d'une offre contrainte par les pénuries d'intrants, puis celle des produits énergétiques (Europe particulièrement), **l'inflation imprime sa marque sur tout le scénario : il en va de même du resserrement monétaire. Selon l'intensité de la contrainte énergétique imposée par la guerre en Ukraine, selon le rythme prévu de décélération de l'inflation, selon la sévérité de la morsure qu'impose le resserrement monétaire, les économies s'acheminent à des rythmes variés, vers un ralentissement sensible, voire une récession.** Un petit déplacement d'hypothèse suffit à modifier singulièrement les contours du scénario d'inflation et de croissance : de l'espoir d'un peu moins d'inflation américaine permettant d'imaginer un atterrissage en douceur au risque de pénurie avérée de gaz en Europe provoquant une récession plus sévère. Néanmoins, les déséquilibres hérités de la pandémie, essentiellement sous forme d'épargne des ménages toujours abondante et de marché du travail encore robuste, fournissent paradoxalement des amortisseurs : s'ils ne permettent pas d'échapper à une récession, ils permettent d'espérer que son ampleur reste limitée.

Aux **États-Unis**, après deux trimestres de contraction du PIB ne méritant pas d'être qualifiés officiellement de « récession », la dynamique semble suffisante pour renouer avec une croissance positive – mais modeste – au deuxième semestre 2022. La croissance annuelle devrait ainsi ralentir de 5,7% en 2021 vers 1,7% en 2022. De discrets (marché du travail) à patents (investissement résidentiel), des signes de ralentissement commencent à se manifester. Initialement prévu au second semestre 2023, le « passage à vide » est susceptible d'être plus précoce et un peu plus prononcé, entraînant une légère récession et une croissance de seulement 0,5% pour l'ensemble de l'année. L'assagissement de la consommation et l'amélioration des chaînes d'approvisionnement

suggèrent un repli sensible de l'inflation mais encore lointain (à partir du troisième trimestre 2023). Or, la *Federal Reserve* a fait du reflux de l'inflation une priorité, estimant préférable d'endurer brièvement une récession plutôt que de subir durablement les conséquences négatives d'une inflation trop élevée. Il est donc peu probable que la *Fed* infléchisse sa position dès 2023 même en cas de légère récession ; tout comme il est vain de compter sur un quelconque soutien budgétaire.

En zone euro, notre scénario central se fonde sur l'hypothèse selon laquelle les efforts de diversification des approvisionnements en gaz, ainsi que la réduction volontaire de la consommation, permettraient d'éviter un rationnement « imposé ».

Après avoir été portée au premier semestre par le rebond post-Omicron mais aussi par des mesures publiques d'atténuation de la hausse des prix, la **zone euro** subit depuis l'été la matérialisation brutale d'une offre bien plus limitée de gaz russe, l'accélération de l'inflation et le resserrement des conditions financières. Notre scénario central se fonde sur l'hypothèse selon laquelle les efforts de diversification des approvisionnements en gaz, ainsi que la réduction volontaire de la consommation, permettraient d'éviter un rationnement « imposé ». Il suppose néanmoins un recul du PIB au quatrième trimestre 2022, susceptible de se poursuivre au premier trimestre 2023 : essoufflement de la demande, contraintes opérationnelles pesant sur les entreprises (offre plus limitée d'énergie, coûts croissants, conditions financières moins accommodantes) et érosion de la profitabilité. Grâce à un acquis confortable, la croissance pourrait excéder 3% en 2022, mais n'être plus que très faiblement positive en 2023 (0,4%) : un atterrissage en douceur... Douceur toute relative qui masque l'ampleur de la décélération et une croissance du PIB excédant 5% sur un an début 2022 pour devenir légèrement négative mi-2023. Malgré un prix du gaz plus élevé, ce scénario suppose une baisse de l'inflation moyenne en 2023 (à 6,7%, après 8,3% en 2022) : l'inflation ampute la demande et finit par apaiser les tensions sur les prix. Or, affaiblir l'activité afin d'étouffer les pressions inflationnistes sur les services et les biens non énergétiques, c'est également ce que vise la Banque centrale européenne. Enfin, les contours d'un scénario d'atterrissage plus brutal en 2023 sont faciles à tracer : on déplace seulement un peu les hypothèses « énergétiques », l'inflation reste élevée et le PIB baisse de 0,6%.

Du côté de la **constellation des pays émergents**, les obstacles (inflation, resserrement monétaire local et mondial, ralentissement de la demande externe, marge de manœuvre budgétaire épuisée, risques géopolitiques) n'ont pas la même hauteur selon les pays, mais ils se dressent et pèsent sur la croissance. En **Chine**, en particulier, la politique du zéro-Covid, le ralentissement du secteur immobilier, le freinage prévisible des exportations suggèrent des performances médiocres. Et les déséquilibres (endettement interne excessif) dont on redoute les conséquences à « moyen terme » finissent par se matérialiser et handicapent la réponse des décideurs politiques chinois, réticents à adopter des plans de relance à grande échelle.

Les **resserments monétaires** ont pris une tournure plus agressive. Plus élevée, plus généralisée, plus durable : l'inflation résiste. Et sa réduction constitue actuellement l'unique priorité des grandes banques centrales aux dépens possibles de la croissance. Sans même développer de scénario d'entêtement monétaire, il est difficile d'envisager un assouplissement précoce, dès 2023. Notre scénario table sur un taux des *Fed funds* à 4% fin 2022, une prévision entourée de risques haussiers, puis à 4,25%, un « haut plateau » atteint en au premier trimestre 2023. Convertie récemment au resserrement, la **BCE** devrait poursuivre ses hausses de taux au moins jusqu'au début de 2023 portant ainsi le taux de dépôt à 2% fin 2022, en ligne avec les estimations de taux neutre, puis à 2,25% en février. La

priorité accordée à la lutte contre l'inflation, récente et délicate dans la zone euro ou déjà « ancienne » aux États-Unis, conduit donc les taux directeurs à s'approcher de la neutralité, voire à déjà s'aventurer en territoire restrictif.

En sympathie avec les taux courts, les **taux obligataires** souverains se redressent mais, lestées par des perspectives de croissance maussade, les courbes de taux d'intérêt s'inversent. Notre scénario retient des taux à 10 ans américain et allemand à respectivement 3,70% et 1,90% fin 2022 (3,35% et 1,90% fin 2023) alors que, dans la zone euro, le cycle de resserrement de la BCE peut se poursuivre sans créer de tension importante sur les titres périphériques (introduction de l'IPT, instrument de protection de la transmission, dont la BCE espère ne pas avoir à se servir, déplacement des titres d'État européens du cœur vers la périphérie, à mesure que ceux-ci arrivent à maturité dans le PEPP et doivent être réinvestis). Enfin, **le dollar « continue de sourire »**. Ses facteurs de soutien, devise sûre et qui plus est à rendement actuellement élevé, ne s'effriteront pas à brève échéance. Il faudra patienter avant que sa surévaluation ne soit manifeste et que d'autres devises ne retrouvent plus d'attrait : des devises refuges alternatives en cas d'effondrement de la croissance, des devises plus pro-cycliques en cas d'atterrissage en douceur.

Catherine LBOUGRE

FOCUS – Géopolitique – Une redistribution de puissance

La contre-offensive ukrainienne a fait évoluer le rapport de force sur le terrain mais cela ne change pas fondamentalement le scénario géopolitique médian pour les trois mois à venir : il reste celui d'une grande intensité dans la guerre. On peut aussi penser que le processus de rattachement des régions soumises à référendum pourrait être la base d'une forme de gel progressif du conflit : on est, quoi qu'il en soit, très loin d'un processus de paix – sauf surprise stratégique ou effondrement politique de l'un ou l'autre des belligérants. Cependant, à plus long terme, cinq grands axes de redistribution de puissance sont en train de se dessiner.

La Russie est en pleine bascule de politique intérieure

Certes, pour l'instant, elle ne s'est pas effondrée économiquement, grâce aux prix de l'énergie, aux excédents externes et au fait que de nombreux partenaires commerciaux ont choisi de ne pas appliquer les sanctions. **En revanche, un point de rupture de politique intérieure a été brutalement franchi avec la mobilisation partielle.** Ainsi, même si le processus devient plus organisé dans les prochaines semaines, le contrat social entre la population russe et l'État est rompu : un contrat fondé sur le maintien de la sécurité intérieure en échange d'un relatif abandon de liberté politique.

En externe, le pouvoir russe est également en difficulté, de plus en plus isolé diplomatiquement et, surtout, en pleine perte de réputation.

Par ailleurs, en externe, le pouvoir russe est également en difficulté, de plus en plus isolé diplomatiquement, et surtout en pleine perte de réputation, en raison des atrocités du conflit mais aussi, paradoxe, en raison d'une situation de faiblesse inacceptable pour l'archétype de l'homme fort qu'incarne Poutine aux yeux d'une partie de la population mondiale.

Beaucoup de scénarios sont désormais possibles en Russie mais, d'ores et déjà, la crise politique intérieure marque la fin du rêve eurasien de V. Poutine

Cette situation crée un risque pour toutes les marges de l'empire, en l'occurrence au Caucase, en Asie centrale (voire en Arctique). Tous les espaces maritimes régionaux deviennent des zones stratégiques à risque. Ce désordre avait déjà commencé depuis plusieurs années entre l'Azerbaïdjan et l'Arménie, ainsi qu'entre le Kirghizistan et le Tadjikistan ; aucune grande puissance ne semble plus en mesure aujourd'hui de régler ces conflits. Évidemment, une telle situation est un énorme enjeu pour la Chine, car il s'agit en partie de son *hinterland* terrestre, pourvoyeur d'énergie, et totalement

stratégique pour une puissance contrainte géopolitiquement sur ses côtes maritimes. La Turquie est l'autre puissance régionale qui ne va pas laisser un espace *post-soviétique* se fragmenter sans en tirer profit.

Le troisième axe de puissance, en train de pivoter, vient de l'économie : la Chine est affaiblie

Conséquence géopolitique immédiate, quelles que soient les évolutions ultérieures de l'économie chinoise : la dynamique de rattrapage de puissance face aux États-Unis est freinée. En fait, Pékin n'a plus, pour l'instant, les moyens économiques de ses ambitions hégémoniques, comme en témoigne d'ailleurs l'attrition financière des Nouvelles routes de la soie. Certes, cela ne supprime pas la rivalité stratégique dans le temps long, ni le risque de tensions à court terme. Il n'en reste pas moins qu'**aujourd'hui, la Chine aurait besoin de temps plus que de tensions.**

Est-ce à dire que les États-Unis ont « gagné », impression relayée par la force du dollar ?

En fait, la puissance américaine s'est surtout déformée, comme elle ne cesse de le faire depuis dix ans : renforcée dans le domaine monétaire et militaire, elle ne l'est pas en matière de cohésion sociale.

La dernière tendance, qui est en train de s'affirmer, est la recomposition multipolaire du monde

Ainsi, **les pays du Golfe jouent pour l'instant gagnants** dans le grand domino géo-économique, engrangeant des excédents externes et budgétaires stratosphériques, qui tirent vers le haut même les pays de la zone les plus fragiles en termes de profil de dette. **L'Inde**, quant à elle, n'est pas riche, mais elle est dans une situation stratégique de pivot géopolitique dont elle profite, et **le Brésil**, qu'il soit dirigé par un Lula ou un Bolsonaro, enverra sans doute lui aussi un même message de non-alignement.

Tania SOLLOGOUB



PAYS DÉVELOPPÉS

De doux à brutal, une palette de retournements

États-Unis – Bonne résistance, légère récession en 2023

Zone euro – La tempête parfaite

Royaume-Uni – Le pire sera-t-il évité ?

De doux à brutal, une palette de retournements

Selon l'intensité de la contrainte énergétique imposée par la guerre en Ukraine, selon le rythme prévu de décélération de l'inflation, selon la sévérité de la morsure qu'impose le resserrement monétaire, les économies s'acheminent à des rythmes variés vers un ralentissement sensible voire une récession. Petit déplacement d'hypothèse, mais grande répercussion : de l'espoir d'un peu moins d'inflation américaine permettant d'imaginer un atterrissage en douceur au risque de pénurie avérée de gaz en Europe provoquant une récession plus sévère.

ÉTATS-UNIS : BONNE RÉSISTANCE, LÉGÈRE RÉCESSION EN 2023

En dépit du recul du PIB aux premier et deuxième trimestres 2022, compte tenu de la résistance des variables qu'il considère être comme les plus importantes, notamment les indicateurs du marché du travail, le NBER ne prononcera pas le diagnostic de « récession » au premier semestre. De plus, au cours de ces deux trimestres, le revenu intérieur brut (RIB) a augmenté et la moyenne du PIB et du RIB a progressé : cela rend encore moins probable un diagnostic officiel de récession.

Par ailleurs, la dynamique semble suffisante pour renouer avec une croissance positive au deuxième semestre 2022, croissance qui resterait toutefois modeste. Compte tenu des mauvais chiffres du premier semestre, la croissance annuelle devrait ralentir de 5,7% en 2021 à environ 1,7% en 2022.

Quant à 2023, le passage à vide que nous attendions au deuxième semestre est susceptible d'être plus précoce et un peu plus prononcé qu'initialement prévu, entraînant une légère récession et une croissance annuelle de seulement 0,5% pour l'ensemble de l'année. Le secteur du logement et de nombreux indices de confiance se sont déjà fortement affaiblis. D'autres pans de l'économie ont, en revanche, jusqu'à présent bien résisté dont le marché du travail et donc la consommation.

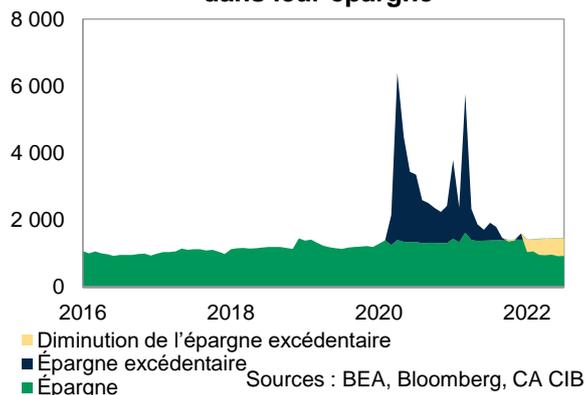
Les consommateurs confrontés à une baisse des salaires réels sont cependant de façon croissante dépendants de leur épargne et des financements par carte de crédit. Ils affrontent une inflation

généralisée qui devrait connaître une lente décline mais rester élevée jusque courant 2023. L'épargne demeure importante et l'endettement par carte de crédit est gérable à court terme, d'où le rebond de la croissance attendu au deuxième semestre de cette année. Ces facteurs de soutien ne sont cependant pas éternels et leur affaiblissement devrait conduire à un ralentissement de la consommation en début d'année prochaine. La situation financière des ménages est satisfaisante par rapport à ce qu'elle était avant la pandémie : cet amortisseur devrait atténuer l'ampleur du ralentissement sans néanmoins permettre d'échapper à une récession.

 En variation annuelle	2022	2023
PIB	1,7%	0,5%
Inflation	8,3%	4,7%

Le marché du travail reste extrêmement tendu : les créations d'emplois publiées au cours des derniers mois sont restées supérieures à 300 000 ; le taux de chômage se situe à peine au-dessus du point bas enregistré avant la pandémie, à 3,7%, malgré une certaine augmentation de la participation au marché du travail. Des signes de ralentissement commencent toutefois à apparaître et des témoignages font état d'entreprises qui envisagent de geler les embauches voire de licencier. L'affaiblissement de la demande des consommateurs devrait conduire à celui du marché du

USA : les consommateurs commencent à puiser dans leur épargne



USA : baisse des salaires réels malgré une croissance nominale élevée



travail. La tendance à la baisse des créations d'emplois non agricoles devrait se poursuivre et le taux de chômage remonter au-dessus de 4% au deuxième trimestre 2023. Le marché du travail ne soutiendra plus aussi puissamment l'économie : un facteur supplémentaire de ralentissement de la consommation dès le premier semestre 2023.

Les résultats des enquêtes auprès des entreprises tendent également à faiblir : les deux indices ISM ont reculé par rapport à leurs récents pics (et se rapprochent – bien qu'assez progressivement – du seuil de 50) ; les intentions d'investissement des enquêtes régionales de la Fed sont également en repli. Cela suggère un ralentissement de l'investissement non résidentiel et ce d'autant plus que d'autres facteurs (hausse des taux d'intérêt, inquiétudes exprimées par un certain nombre d'entreprises quant à leurs perspectives de bénéfices) devraient également produire un effet dépressif.

L'investissement résidentiel s'est déjà fortement affaibli. Le secteur du logement restant l'un des plus sensibles au niveau des taux d'intérêt, notre scénario retient un nouveau fléchissement. Plusieurs facteurs devraient néanmoins permettre d'atténuer les retombées négatives du secteur du logement sur le reste de l'économie : le niveau historiquement bas des stocks de logements à vendre (qui peut empêcher une chute des prix des maisons et limiter ainsi l'effet de richesse négatif), l'amélioration des conditions d'octroi des prêts (qui devrait limiter les défauts et les saisies) et la prédominance des prêts hypothécaires à taux fixe (qui permet à de nombreux ménages de ne pas subir de renchérissement de leurs mensualités de remboursement malgré la hausse des taux). De nouveau, si cela contribue à limiter l'ampleur de la récession, cela ne permet pas d'y échapper.

La récession n'est pas une fatalité : si l'inflation diminue plus rapidement que prévu, un atterrissage en douceur, n'est pas exclu. Le scénario auquel nous accordons une probabilité de l'ordre de 60% est cependant bien celui d'une **légère récession au cours du premier semestre 2023.**

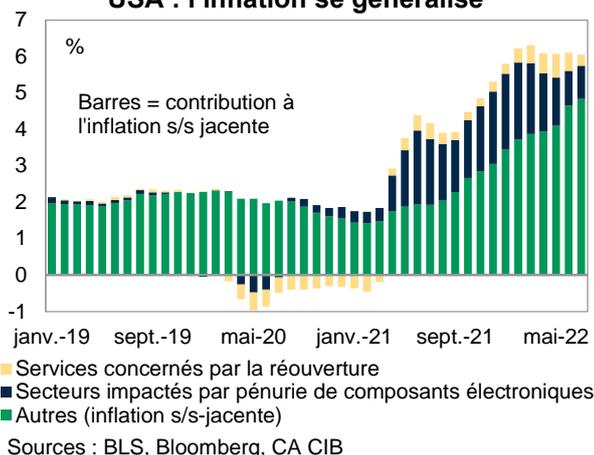
Grâce au ralentissement de la croissance et à l'amélioration des chaînes d'approvisionnement, nous tablons sur un repli plus marqué de l'inflation à partir du troisième trimestre 2023 : l'inflation se rapprocherait de 3% et l'inflation sous-jacente passerait sous 3%, allégeant significativement le fardeau pour les consommateurs. L'embellie prévue sur le front de l'inflation permettrait à la Fed de commencer à « préparer le terrain » pour des baisses de taux directeurs début 2024 et assouplirait les conditions financières. Le retour à une croissance positive dès le troisième trimestre 2023 serait alors favorisé. La croissance pourrait accélérer au quatrième trimestre tout en restant probablement inférieure au potentiel. **Ce scénario déboucherait sur une croissance annuelle de seulement 0,5% pour 2023, un niveau inférieur au dernier consensus publié par Bloomberg (0,9%), dont les différentes prévisions sont cependant très dispersées.**

Vers un repli plus marqué de l'inflation à partir du troisième trimestre 2023.

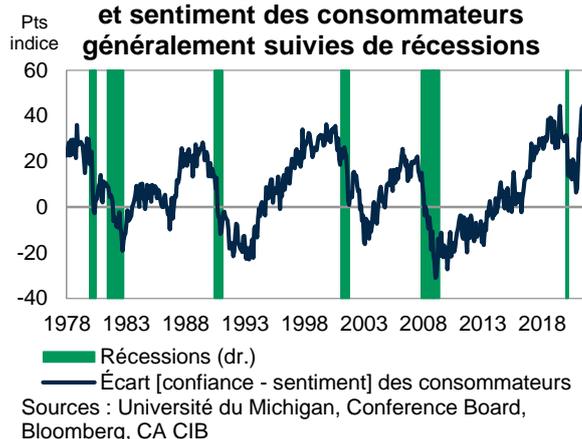
Alors que la croissance continue de ralentir, il est légitime d'espérer une aide de la politique budgétaire et/ou de la politique monétaire comme cela a été le cas lors de la récession provoquée par le Covid en 2020 : ces espoirs sont vains. La Fed a clairement indiqué qu'elle se concentrait sur l'inflation et considérait qu'il était préférable de mettre l'inflation au pas et d'endurer une récession à court terme que de subir durablement les conséquences négatives d'une inflation plus durable et d'un désancrage des anticipations. Il est donc peu probable que la Fed réduise ses taux en 2023, même en cas de légère récession.

Tout espoir de relance budgétaire semble par ailleurs très fragile dans la mesure où, à l'occasion des élections de mi-mandat de novembre, les Républicains vont probablement remporter la majorité à la Chambre des représentants, voire également au Sénat. Même si les Démocrates parvenaient à déjouer les pronostics et à conserver le contrôle des deux chambres du Congrès, ils devraient

USA : l'inflation se généralise



USA : divergences entre confiance et sentiment des consommateurs généralement suivies de récessions



continuer de composer avec une majorité très étroite au Sénat : une majorité étroite qui les rend vulnérables aux manœuvres d'obstruction parlementaire et donne à des modérés comme Joe Manchin ou Kyrsten Sinema une influence démesurée sur les décisions de dépense. Sachant que Joe Manchin et Kyrsten Sinema ont déjà accepté certaines dépenses supplémentaires

dans le cadre de l'*Inflation Reduction Act* et que Joe Manchin n'est pas favorable à un coup de pouce budgétaire trop important tant que l'inflation restera élevée, l'adoption d'un plan de relance substantiel semble très improbable.

Nicholas VAN NESS

ZONE EURO : LA TEMPÊTE PARFAITE

Le conflit russo-ukrainien et la crise énergétique désordonnée qu'il suscite imposent à la zone euro un choc structurel de compétitivité : un choc immédiat mais aussi durable et doublement asymétrique. Il heurte en effet, par définition, davantage l'Europe que les autres économies avancées, mais affecte aussi de façon différenciée les pays européens. Son estimation comprend, d'une part, le renchérissement des importations d'énergie en 2022 par rapport à l'année 2021 : un surcoût en partie déjà acquitté. En cohérence avec l'hypothèse d'un conflit long, l'appréciation du choc intègre également une fourniture limitée de gaz russe (se stabilisant aux niveaux observés en juillet dernier) et un prix du gaz durablement supérieur à 200 euros par mégawatt/heure (MWh). Son coût peut ainsi, grossièrement, être estimé à 6 points de PIB pour 2022 et à 3 points de PIB supplémentaires pour 2023. L'impact sur l'économie de la zone euro s'est déjà déployé comme en témoignent les révisions à la baisse successives de notre scénario depuis le mois de mars. Le niveau du PIB de la zone euro à la fin 2023 est de 3,2% inférieur au niveau prévu dans notre scénario d'avant l'invasion de l'Ukraine.

Un tournant inédit

L'économie de la zone euro prend un tournant. Le premier semestre a connu une croissance soutenue bénéficiant du rebond *post*-Omicron et profitant d'une consommation de services dynamique, d'un pouvoir d'achat soutenu par des revenus du travail dynamiques et des mesures publiques d'atténuation de la hausse des prix. L'acquis de croissance pour 2022 est

de 3,2% : cela justifie la révision à la hausse de notre prévision de croissance pour 2022 de 2,5% à 3,2%.

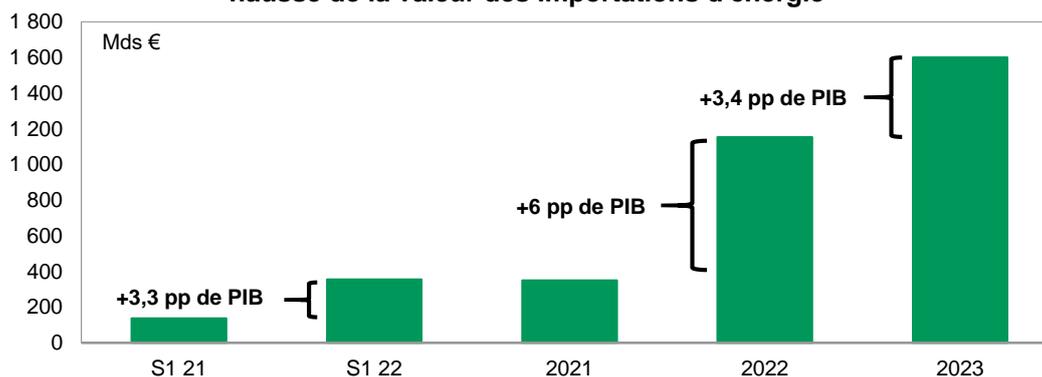
Mais, l'été a expérimenté la matérialisation d'une offre bien plus limitée de gaz russe, la forte accélération des prix et la diffusion croissante de l'inflation « énergétique » aux autres composantes de l'indice des prix. Un enchaînement malheureux, source de préoccupation croissante des banques centrales : il ne s'agit plus seulement de l'inflation courante, mais aussi des risques de modification des mécanismes de fixation des prix et des salaires et de désancrage des anticipations d'inflation. Leur action plus agressive sur les taux, combinée à une inflation plus élevée, va contribuer à la fin prématurée de la phase d'expansion *post*-Covid.

Désormais, la principale préoccupation se déplace de l'impact de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages aux risques sur la rentabilité et aux contraintes opérationnelles pesant sur les entreprises confrontées à une offre plus limitée d'énergie, à des coûts en hausse et à des conditions financières moins accommodantes. **Notre scénario de croissance pour 2023 est ainsi révisé de 1,1% à 0,4%.**

Octobre rouge

La perte de dynamisme en cours dans la zone euro est brutale, comme en témoignent les enquêtes du mois de septembre, notamment dans le secteur manufacturier où les branches les plus consommatrices en énergie enregistrent déjà un recul de leur activité.

Zone euro - un choc de compétitivité : hausse de la valeur des importations d'énergie



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Si, au troisième trimestre 2022, la croissance est encore soutenue par l'activité dans les services et le tourisme, **le quatrième trimestre 2022 devrait en revanche être marqué par un recul du PIB susceptible de se poursuivre au premier trimestre 2023.** Avec deux trimestres de récession modérée au tournant de l'année, notre prévision peut s'apparenter à un atterrissage en relative douceur de l'économie de la zone euro : il ne faut cependant pas négliger que le rythme annuel de progression du PIB passe de 5,4% début 2022 à -0,1% à la mi-2023.

Nous avons « relégué » le scénario d'atterrissage plus brutal en scénario adverse. **L'économie de la zone euro peut, en effet, encore s'appuyer sur des créations d'emploi vives, une croissance robuste des revenus du travail et les bilans solides des agents privés.** Les pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs et le recours au chômage partiel dans les activités les plus touchées par la hausse des coûts ou le rationnement constitueront un plafond à la montée du taux de chômage.

Dans notre scénario central, les efforts de diversification de l'offre de gaz ainsi que la réduction volontaire de la consommation permettent d'éviter un rationnement obligatoire plus contraignant. Cette réduction est opérée par le jeu des forces du marché : soit par des enchères entre entreprises consommatrices (comme prévu dans les plans d'urgence de certains pays) soit par des interruptions « volontaires » d'activités insuffisamment rentables en raison de la remontée des coûts.

Dessiner un scénario de récession très modérée n'équivaut pas à faire preuve d'un optimisme volontaire. Si les entreprises devaient faire face à de fortes pressions sur les marges doublées d'un affaiblissement de la demande domestique et étrangère, cette moindre sollicitation de l'offre permettrait de desserrer les contraintes sur les chaînes de valeur. À brève échéance, l'incertitude sur l'état de l'offre tend à déprimer la demande. La récession peut et va se révéler un acteur désinflationniste assez fiable. La remontée des prix du gaz pourrait en effet avoir un impact bidirectionnel sur l'inflation : elle se diffuse de

façon plus persistante tout au long des chaînes de valeur affectant le prix des autres biens et services, mais elle ampute la demande et finit par réduire les tensions sur les prix. C'est sur la prépondérance de ce second effet que table **notre scénario qui retient une baisse de l'inflation en 2023** (à 6,7%, après 8,3% en 2022), **malgré un prix du gaz plus élevé en moyenne au cours de l'année** (220 €/MWh).

La récession peut et va se révéler un acteur désinflationniste assez fiable.

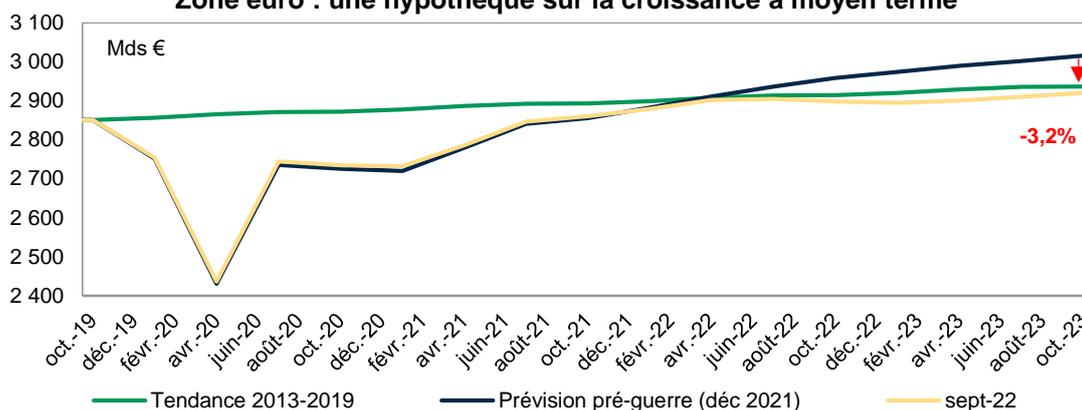
Une lente digestion du choc

Seule une partie du choc de compétitivité va être immédiatement visible et se traduire par un taux de croissance plus faible. Le « solde » sera progressivement absorbé en suscitant une dégradation de la situation économique et financière des agents économiques et de la position extérieure de la zone. Cela fait peser une hypothèque lourde sur la capacité de l'économie à retrouver rapidement le rythme tendanciel soutenu qui se dessinait avant la guerre. L'impact sur la consommation des ménages se fera sentir plus fortement sur les dépenses en biens durables, la consommation de services pouvant s'appuyer sur les dépenses des ménages plus aisés qui disposent encore d'un important excès d'épargne. Quant à l'investissement, il peut reposer sur le relais qu'offrent les plans nationaux et européens dans les transitions énergétique et digitale.

La fin de la divine coïncidence

Le rôle des politiques publiques sera d'organiser la réponse à ce choc de compétitivité en se souciant d'éviter une dégradation excessive de la situation de certains acteurs afin de ne pas amplifier le choc initial. Mission d'autant plus ardue que la divine coïncidence des politiques budgétaires et monétaires poursuivant des objectifs concordants de stabilisation de l'activité et des prix a pris fin. La Banque centrale européenne vise désormais directement un affaiblissement de l'activité, afin de plier les tensions inflationnistes sur les services et les biens non énergétiques. **Face à une réaction structurellement plus faible des prix à la**

Zone euro : une hypothèque sur la croissance à moyen terme



Source : Crédit Agricole S.A.

baisse de l'activité, le sacrifice en termes de croissance risque d'être plus élevé. La politique de régulation peut jouer un rôle pour compléter efficacement le *policy-mix* et rendre moins aigu le dilemme pour la BCE.

L'échelon européen de la politique économique a un rôle de plus en plus important à jouer, puisque le marché de l'énergie, désormais très fragmenté, rend l'impact du choc plus important à la fois sur le PIB et l'inflation. La solidarité entre pays est de plus en plus nécessaire dans le partage des capacités d'offre (sans laquelle l'hypothèse de non-rationnement devient caduque), mais aussi dans le partage des coûts et la redistribution des rentes tirées de la situation de pénurie.

En variation annuelle	2022	2023
PIB	3,2%	0,4%
Inflation	8,3%	6,7%

Un scénario adverse à portée de main

Les contours d'un scénario adverse ne sont pas difficiles à tracer : on déplace seulement un peu les hypothèses « énergétiques ». Peuvent y concourir, de concert : rupture totale d'approvisionnement en gaz russe (fort probable dans un contexte d'offre de GNL insuffisante et très chère), difficultés plus durables de l'industrie nucléaire française, tensions plus fortes sur la demande et le prix du gaz avec des répercussions sur les prix de l'électricité. **Dans l'hypothèse additionnelle d'un hiver 2023 très rigoureux, le déclenchement par les États européens de plans de rationnement du gaz serait inévitable** (et ce malgré la réalisation d'une économie de 15% de la consommation de gaz pendant l'hiver). En supposant que le prix moyen de marché du gaz naturel se situe dans une fourchette 275-375 €/MWh en 2023, **l'inflation resterait élevée à 8,5% en 2023**. Le rationnement affecterait surtout l'industrie et réduirait l'activité des secteurs fortement dépendants du gaz. Il s'en suivrait un repli de l'investissement et un léger recul de la consommation liée à une détérioration plus marquée du marché de l'emploi. **Le PIB baisserait de 0,6% en moyenne annuelle en 2023.**

Paola MONPERRUS-VERONI

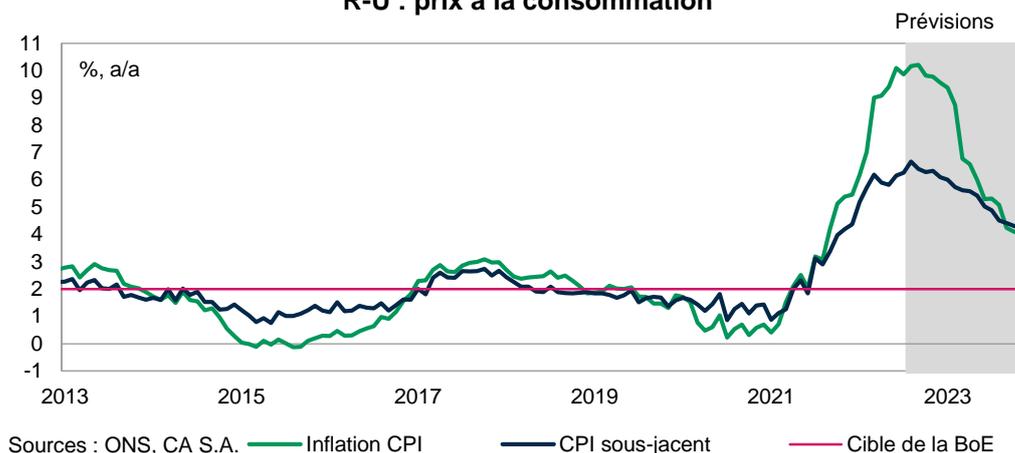
ROYAUME-UNI : LE PIRE SERA-T-IL ÉVITÉ ?

Relance budgétaire d'un côté, resserrement monétaire de l'autre

Dès les premiers jours suivant son investiture, la **nouvelle Première ministre Liz Truss a annoncé un programme de stimulus budgétaire massif**, principalement composé d'un plafonnement des prix de l'énergie (*The Energy Price Guarantee*) et de baisses des impôts et des taxes (*The Plan for Growth 2022*). Des promesses de soutien à l'offre et de dérégulation aux couleurs thatcheriennes viennent compléter ce tableau et visent un objectif ambitieux (sans doute trop) de croissance de 2,5% à moyen terme.

Ce plan devrait apporter un soutien significatif à la demande dans un contexte d'offre sous contraintes, de marché du travail tendu, d'inflation élevée et de resserrement monétaire et quantitatif par la Bank of England (BoE). Non-compensé par des baisses de dépenses, il serait entièrement financé par de l'émission de dette. Sur les six premiers mois, d'octobre 2022 à avril 2023, son coût est estimé à 80 milliards de livres (3,2% du PIB), dont 20 milliards pour les mesures fiscales. Le coût de ces dernières atteindrait 45 milliards de livres en 2026/2027, tandis que le plafonnement des prix de l'énergie aurait un coût estimé à 150 milliards de livres sur les deux prochaines années (chiffre soumis à l'évolution incertaine des

R-U : prix à la consommation



cours du gaz sur les marchés). Encore plus incongru : l'absence, d'une part, d'engagement gouvernemental crédible à ce jour de respect des règles budgétaires et, d'autre part, de chiffrage par l'*Office for Budget Responsibility*, qui ne publiera ses prévisions économiques et financières qu'en fin d'année.

À moyen terme, l'inflation devrait être stimulée par l'assouplissement budgétaire et par la faiblesse de la livre, mais réduite par le resserrement financier et monétaire.

Les investisseurs ont réagi violemment à cette politique « irresponsable », provoquant une crise sévère sur les marchés britanniques, avec une chute historique de la livre et une envolée des taux d'intérêt. Les anticipations de marché du taux directeur se sont considérablement redressées (à 5,75% mi-2023 contre un taux directeur à 2,25% aujourd'hui et 100 points de base de hausse anticipés pour la réunion de novembre). La BoE a pris la décision en urgence d'acheter des titres publics à long terme jusqu'au 14 octobre pour un total de 65 milliards de livres, afin de réduire les risques pesant sur la stabilité financière ainsi que les risques de contagion.

Une récession ne serait probablement pas évitée

Le plafonnement des prix de l'énergie (à 2 500 £/an par ménage) se traduira par une inflation moins élevée à court terme : le pic d'inflation sera plus précoce (octobre et non plus janvier 2023) et plus bas (légèrement supérieur à 10% et non plus près de 14%, selon nos prévisions). Sans cette mesure, la facture énergétique moyenne pour les ménages serait passée à 3 549 livres par an le 1^{er} octobre (contre 1 971 £/an aujourd'hui et 1 277 £/an au cours de l'hiver dernier) et potentiellement à plus de 5 000 £/an en 2023. Cela aurait provoqué une forte contraction de la demande,

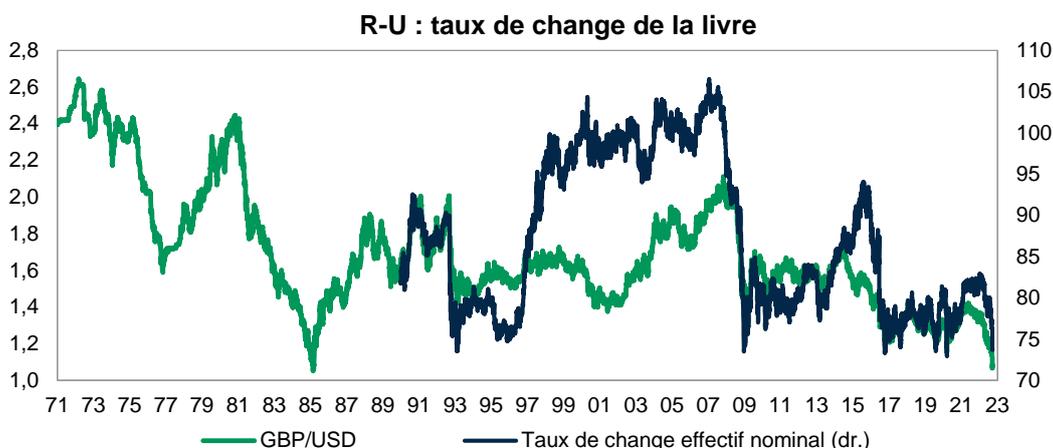
une récession sévère et une croissance fortement négative en 2023 ; en août, la BoE tablait en effet sur une baisse du PIB de 1,5% en moyenne annuelle en 2023. **Le plafonnement des prix de l'énergie devrait permettre d'éviter ce scénario très sombre en allégeant le choc sur le pouvoir d'achat des ménages et en stimulant la consommation**, en particulier celles des ménages ayant de faibles revenus et une propension à consommer élevée. **Notre scénario retient toujours une récession (contraction du PIB pendant trois trimestres à partir du troisième trimestre 2022) mais relativement contenue** permettant à la croissance moyenne annuelle d'atteindre 4,4% en 2022, puis -0,2% en 2023.

 En variation annuelle	2022	2023
PIB	4,4%	-0,2%
Inflation	8,9%	6,2%

Inflation plus faible à court terme, mais plus élevée à moyen terme

À moyen terme, l'inflation devrait être stimulée par l'assouplissement budgétaire et par la faiblesse de la livre, mais réduite par le resserrement financier et monétaire. L'effet combiné de ces facteurs devrait néanmoins être positif via une demande plus élevée qu'en l'absence de stimulus fiscal. **Nos prévisions pour le quatrième trimestre 2023 sont revues à 4,1% pour l'inflation totale et à 4,3% pour l'inflation sous-jacente (contre, respectivement, 3% et 3,1% en juillet).**

Slavena NAZAROVA



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole S.A.



PAYS ÉMERGENTS

On ne voit pas encore le bout du tunnel

Panorama – On ne voit pas encore le bout du tunnel

Chine – En quête de visibilité

Brésil – La question n'est pas de savoir si Lula reviendra, mais quand

Russie – Vers le point de rupture ?

Inde – Attention aux équilibres externes

On ne voit pas encore le bout du tunnel

Confrontée à une série de difficultés (inflation, resserrement monétaire local et mondial, risques géopolitiques), la croissance des pays émergents devrait rester faible au cours des prochains trimestres. La pression financière devrait s'accroître, mais les régions-clés devraient bien résister grâce aux atouts dont elles disposent : une situation financière plutôt solide en Asie et les prix élevés de l'énergie pour les exportateurs de pétrole.

La fin du tunnel n'est pas encore en vue pour les marchés émergents. Sur le front économique, plusieurs contraintes risquent de continuer à peser sur la croissance.

Pression financière

L'inflation et le resserrement monétaire, tout d'abord. L'inflation n'a cessé d'augmenter ces derniers mois. Elle reste nettement plus faible en Asie qu'en Europe, au Moyen-Orient, en Afrique EMEA et en Amérique latine, mais a commencé à y accélérer. Parallèlement, les taux directeurs ont également fortement augmenté. Si les banques centrales asiatiques ont entamé leur cycle de resserrement monétaire beaucoup plus tardivement que leurs homologues du reste de la sphère émergente, presque toutes ont commencé à relever leurs taux au deuxième ou au troisième trimestre. À l'exception de la Chine.

Si les banques centrales émergentes ont effectué la majeure partie de leur resserrement monétaire, certaines d'entre elles notamment en Asie vont continuer à relever leurs taux directeurs. Ces derniers resteront élevés assez longtemps après avoir culminé : la désinflation, lorsqu'elle se produira, devrait être lente.

Bien que les taux d'intérêt réels soient négatifs dans de nombreux pays, leur hausse rapide freine à la fois l'investissement et la consommation. Et l'accélération de l'inflation elle-même réduit la visibilité pour les entreprises et pénalise l'investissement. Elle continue à éroder le pouvoir d'achat des ménages et réduit les perspectives de consommation.

Ralentissement de la demande extérieure

La demande extérieure ensuite. Les exportations vers les États-Unis et l'UE représentent environ 9% du PIB agrégé des pays émergents (13% hors Chine). Le ralentissement attendu aux États-Unis et en Europe aura un impact négatif sur les exportations des pays émergents. Notre scénario global table sur une récession technique aux États-Unis au premier semestre 2023. L'Europe, quant à elle, devrait connaître un ralentissement au cours des prochains trimestres en raison de la crise énergétique qu'elle traverse. Les exportations émergentes devraient donc ralentir fortement et voir leur progression en glissement annuel passer de 20% mi-2022 (lors du bond *post-Covid*) à un niveau qui pourrait être proche de 0%, voire négatif, fin 2022 et début 2023.

Les efforts chinois

Les efforts de la Chine pour soutenir sa propre croissance économique suggèrent qu'une certaine ré-accelération devrait se produire. Il s'agira toutefois probablement d'un processus étalé dans le temps, qui ne débouchera que sur une accélération limitée. L'économie chinoise est confrontée à des difficultés sérieuses, notamment la déprime du marché immobilier et les effets négatifs de la stratégie du zéro Covid sur la consommation, auxquels s'ajoute un environnement extérieur difficile. Le gouvernement chinois cherche à limiter la hausse de l'endettement des entreprises et restera probablement prudent en termes de soutien monétaire et budgétaire. L'amélioration de la dynamique interne attendue en Chine ne compensera probablement pas l'affaiblissement de la demande ailleurs dans le monde.

Emergents : croissance du PIB



Sources : FMI, Crédit Agricole CIB

Nos prévisions de croissance pour la sphère émergente peuvent a priori sembler assez satisfaisantes, a priori seulement : nous tablons sur une croissance globale du PIB de 4,1% en 2023, après 3,4% en 2022. Le chiffre de 2023 est toutefois artificiellement soutenu par des effets de base favorables dans un certain nombre de pays (dont la Chine). La croissance des pays émergents attendue pour 2023 est en outre proche de ses plus bas niveaux en trente ans (année 2020 exceptée) : elle est voisine de celle de 2009 (après la crise financière de 2008) et de celles de 1998-1999 (crises asiatique, russe et LTCM).

La croissance des pays émergents attendue pour 2023 est proche de ses plus bas niveaux en trente ans.

Amortisseurs et divergences

La combinaison d'une baisse de la croissance et d'une hausse de l'inflation, des taux d'intérêt mondiaux et des taux d'intérêt domestiques maintiendra les économies émergentes sous pression. Mais une certaine différenciation entre régions s'impose.

Les pays les moins avancés devraient plus particulièrement souffrir. Ils sont confrontés à deux grandes difficultés : des contraintes financières plus fortes et une possible détérioration du climat social liée à des pressions de plus en plus marquées sur le pouvoir d'achat des ménages. Les prêts accordés par le FMI ont déjà atteint des niveaux records et ce n'est probablement pas fini.

Les marchés émergents plus développés disposent en revanche de divers atouts. En Asie, de nombreux pays devraient bénéficier de leur situation financière relativement solide : les marges de manœuvre budgétaire et les positions de liquidité extérieures assez fortes dont ils disposent devraient les aider à supporter la pression. Les pays exportateurs de pétrole tirent également leur épingle du jeu, d'autant que les pays européens cherchent des

alternatives à l'énergie russe. Premiers gagnants évidents : les pays du Golfe.

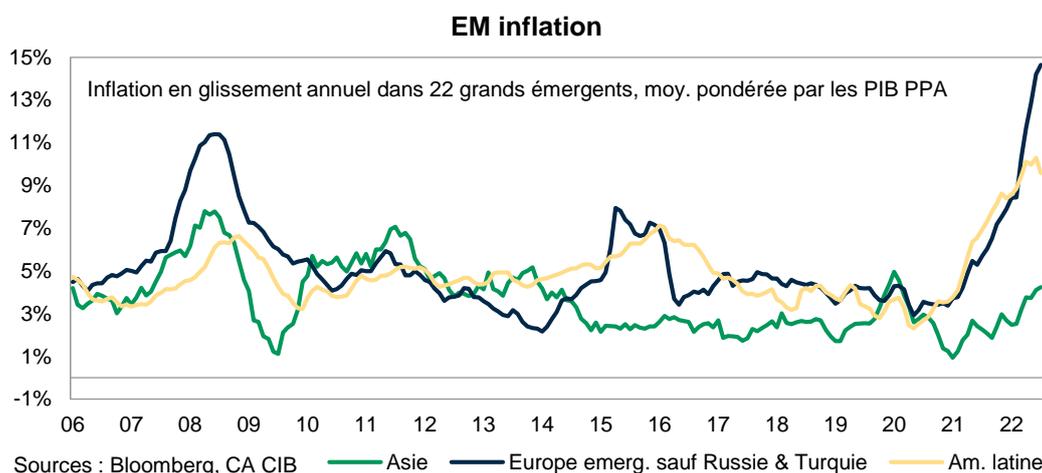
L'Amérique latine est dans une situation moins favorable. Elle a bénéficié de la flambée des cours des matières premières jusqu'à la mi-2022. Le contexte est devenu moins favorable et le retournement de tendance pourrait se poursuivre, le ralentissement mondial se traduisant par de nouveaux ajustements à la baisse des cours des matières premières. L'Europe de l'Est est pénalisée par une inflation et des taux d'intérêt particulièrement élevés, des déficits commerciaux importants et les incertitudes liées à l'approvisionnement en énergie pendant l'hiver. De plus, deux pays – la Pologne et la Hongrie – pourraient ne pas recevoir la totalité des fonds européens en raison de désaccords avec l'UE sur des questions touchant à l'État de droit.

Chiffres-clés En variation annuelle	2022	2023
PIB	3,4%	4,1%
Inflation	9,2%	5,7%

Dans l'ensemble, les économies émergentes disposent d'atouts significatifs. Même si la pression financière s'intensifie et pénalise notamment certain(e)s pays (devises), une crise financière généralisée de la sphère émergente n'est pas, à ce stade, le scénario le plus probable.

Les risques qui entourent la croissance et les actifs émergents sont néanmoins orientés à la hausse, tant sont nombreuses les incertitudes pesant : sur l'inflation tout d'abord, sur la politique de la Fed également et, surtout, sur les risques géopolitiques, significatifs et imprévisibles.

Sébastien BARBÉ



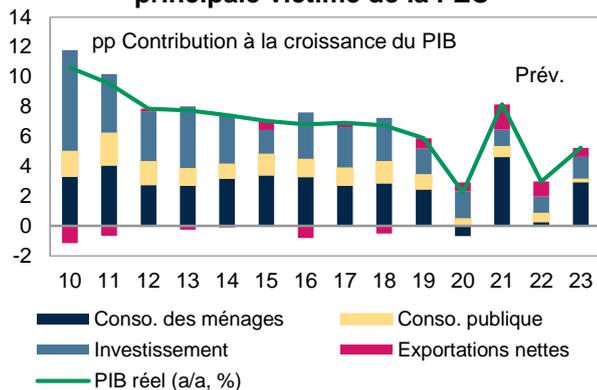
CHINE : EN QUÊTE DE VISIBILITÉ

Une reprise probablement plus faible et plus tardive

Le contexte va rester difficile pour la croissance chinoise. Bien qu'elle se soit redressée en termes séquentiels depuis le passage à vide du deuxième trimestre (provoqué par le confinement prolongé à Shanghai en raison du Covid), la croissance chinoise manque toujours de dynamisme et son évolution reste incertaine. Deux facteurs majeurs continuent en effet à peser sur l'activité : la politique du zéro-Covid (ou PZC) et le ralentissement du secteur immobilier. Parallèlement, les exportations (principal moteur de la croissance depuis le deuxième trimestre 2020) devraient être freinées par un ralentissement plus marqué de la demande extérieure.

La Chine jongle entre la PZC, le maintien d'une croissance stable à court terme et la gestion des risques financiers systémiques de long terme liés à l'endettement immobilier. Compte tenu de l'importance de la PZC pour la stabilité sociale avant le remaniement politique quinquennal, les vagues récurrentes de Covid et le renforcement des contrôles sanitaires qui en a résulté ont perturbé la croissance à plusieurs reprises. Elles réduisent également l'efficacité des mesures contra-cycliques d'assouplissement monétaire et budgétaire destinées à stimuler la croissance. Les décideurs politiques chinois sont également réticents à adopter des plans de relance à grande échelle, en raison de leurs conséquences à long terme sur l'endettement. **L'économie chinoise devrait donc afficher des performances médiocres dans les mois à venir.**

Chine : la consommation, principale victime de la PZC



Sources : CEIC, Crédit Agricole CIB

Mais l'espoir d'une amélioration en 2023 subsiste

Nous espérons une amélioration en 2023, en particulier à partir du deuxième trimestre à la faveur de l'ajustement de la PZC et d'un retour à une politique économique plus claire et plus centrée sur la

croissance. Nous maintenons nos **prévisions de croissance du PIB à 3% en 2022 et 5,3% en 2023,** avec une réserve liée aux incertitudes sur l'évolution de la PZC qui pourrait se traduire par des risques baissiers sur ces prévisions.

En ce qui concerne la PZC, il ne devrait pas y avoir de sortie imminente après le 20^e Congrès, mais des assouplissements plus significatifs impactant la vie de tous les jours devraient intervenir progressivement après le remaniement gouvernemental, attendu en mars prochain. **Les amortisseurs économiques et politiques permettant de maintenir la PZC en place commencent à s'épuiser : un ajustement de cette stratégie va donc s'imposer.**

Des **mesures de soutien au secteur immobilier** ont été mises en place et d'autres seront probablement adoptées si la spirale négative affectant actuellement le secteur n'est pas interrompue. La faiblesse du secteur immobilier pourrait continuer de pénaliser la croissance au cours des deux ou trois prochaines années. Il nous semble que les responsables politiques chinois restent en mesure d'éviter que la situation de l'immobilier ne débouche sur une crise financière.

Des pressions inflationnistes modérées grâce à la faiblesse de la demande de consommation

Les pressions inflationnistes resteront probablement modérées (malgré une légère hausse de l'inflation IPC) **en raison de la faiblesse de la demande de consommation en Chine.** Les risques de pénurie mondiale de nourriture et d'énergie restent gérables pour la Chine dans la mesure où le pays est largement autosuffisant en matière de céréales et dispose de réserves d'énergie raisonnables. Nous prévoyons une inflation moyenne de 2,2% en 2022 et de 2,4% en 2023.

La faiblesse du secteur immobilier pourrait continuer de pénaliser la croissance au cours des deux ou trois prochaines années.

Cela laisse à la Banque centrale chinoise (la PBoC) la possibilité de maintenir son biais accommodant afin de stabiliser la croissance, malgré les contraintes imposées par le resserrement rapide des conditions monétaires et financières mondiales sur le marché des changes et les flux de capitaux. Les taux d'intérêt chinois devraient rester relativement bas en 2022 et se redresser légèrement en 2023 : nous tablons sur un taux des obligations d'État dix ans (CGB) à 2,75% fin 2022 et à 3,10% fin 2023.

 En variation annuelle	2022	2023
PIB	3,0%	5,3%
Inflation	2,2%	2,4%

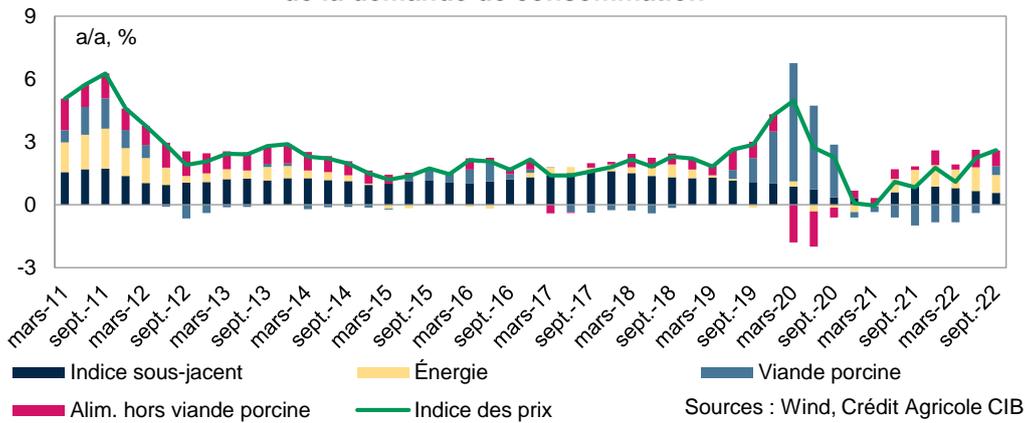
Faiblesse du yuan sur fond de divergence des politiques monétaires

La tendance à la hausse du dollar face au yuan va continuer jusqu'à la fin de l'année en raison de la

faiblesse des fondamentaux macro-économiques chinois, de la divergence entre les politiques monétaires américaine et chinoise, du manque d'appétence des marchés mondiaux pour le risque et de la force générale du dollar. La PBoC a récemment signalé qu'elle était opposée à une dépréciation rapide du yuan. Elle va néanmoins plutôt chercher à ralentir la baisse de la devise que tenter d'inverser la tendance. Nous tablons sur un taux de change dollar/yuan à 7,15 fin 2022 puis à 6,80 fin 2023.

Xiaojia ZHI

Chine : l'inflation sous-jacente freinée par la faiblesse de la demande de consommation



BRÉSIL : LA QUESTION N'EST PAS DE SAVOIR SI LULA REVIENDRA, MAIS QUAND

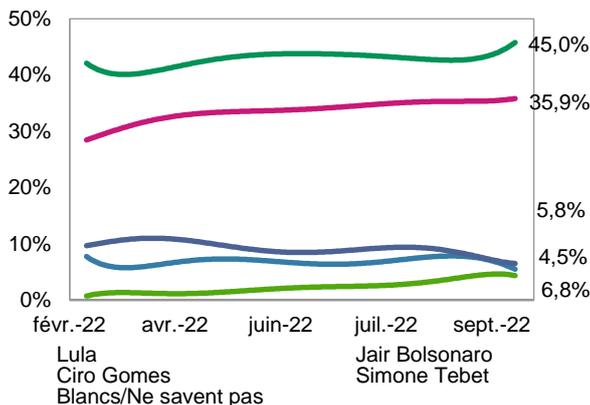
Les Brésiliens se sont rendus aux urnes, le 2 octobre, pour élire le président, les gouverneurs des États, tous les membres de la chambre basse, un tiers du Sénat et des représentants des assemblées législatives des États. Les sondages donnaient l'ancien président Lula largement en tête devant l'actuel président Bolsonaro suggérant même qu'une victoire au 1^{er} tour de l'élection présidentielle n'était pas hors d'atteinte. L'avance s'est révélée bien moindre : selon les premières estimations, Lula et Bolsonaro recueillent

respectivement 48,4% et 43,2% des suffrages exprimés. Le second tour se tiendra le 30 octobre. Au risque d'aller un peu trop vite, on peut cependant s'interroger sur ce qu'un possible gouvernement Lula signifierait pour les perspectives budgétaires du Brésil.

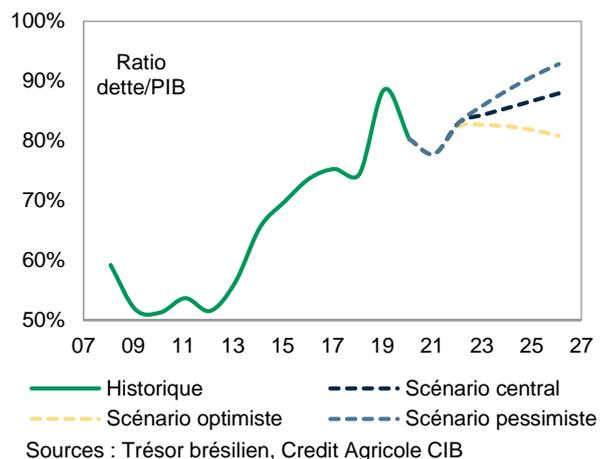
La dynamique de l'endettement redevient défavorable

Les indicateurs budgétaires du Brésil, notamment la dette brute et le déficit primaire consolidé, ont fortement baissé au cours de l'année écoulée, mais

Brésil : intentions de vote



Brésil : soutenabilité de la dette



ces améliorations sont dues à des facteurs ponctuels, tels que le choc inflationniste, le niveau élevé des prix des matières premières (qui a soutenu la croissance et les dividendes perçus par l'État), le niveau historiquement bas des taux de financement (conséquence résiduelle de la pandémie) et des recettes non récurrentes (privatisation d'Eletrobras plus tôt dans l'année et transferts de la Banque brésilienne de développement, notamment).

La dynamique budgétaire du Brésil devrait se détériorer fortement, en grande partie sous l'effet de la situation mondiale, mais également de l'évolution des politiques intérieures.

La dynamique budgétaire du Brésil devrait se détériorer fortement, en grande partie sous l'effet de la situation mondiale, mais également de l'évolution des politiques intérieures. Plus précisément, la hausse des rendements réels au Brésil, la chute des cours des matières premières et le ralentissement de l'économie (effets retardés du resserrement monétaire et de la baisse de la croissance mondiale) vont conduire mécaniquement à une dynamique d'endettement défavorable. Lorsque les taux réels dépassent la croissance réelle, des excédents primaires sont nécessaires pour stabiliser le ratio d'endettement. Mais compte tenu de l'accent mis par Lula sur la responsabilité sociale et du penchant de son parti (le Parti des travailleurs) vers davantage de dépenses, l'assainissement budgétaire sera difficile à mettre en place et à maintenir.

Du côté des dépenses, à l'horizon 2023, nous supposons que l'augmentation des dépenses d'*Auxilio Brasil* (la sécurité sociale brésilienne) et les baisses de taxe sur les carburants, introduites cette année à titre temporaire, seront prolongées en 2023 *via* une mesure provisoire (puis seront rendues permanentes par le biais d'une réforme), ce qui aura pour effet de faire rapidement basculer le Brésil d'un excédent budgétaire cette année vers un déficit l'année prochaine. Entre-temps, le nouveau gouvernement se concentrera sur

l'élaboration d'un nouveau cadre budgétaire, qui sera appliqué à partir de 2024 et au-delà. Le plafond constitutionnel adopté en 2016 qui limite la croissance des dépenses à l'inflation (qui, en d'autres termes, oblige les dépenses à rester constantes en termes réels), fait l'objet d'attaques croissantes de plus en plus fortes de la part de l'ensemble de l'échiquier politique. Notre scénario central concernant le ratio dette/PIB prévoit que le plafond des dépenses sera modifié pour permettre une augmentation des dépenses réelles en ligne avec la croissance réelle du PIB.

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

Concernant les recettes, nous supposons qu'une réforme fiscale redistributive (un des objectifs d'un possible gouvernement Lula) pourrait largement compenser l'augmentation permanente des dépenses sociales à partir de 2024. En se basant sur ces hypothèses et en tablant sur des taux d'intérêt réels et une croissance en ligne avec leurs moyennes historiques, notre projection montre une progression d'environ 10% du ratio dette sur PIB au cours des cinq prochaines années. Toutes les analyses de soutenabilité de la dette, y compris la nôtre, sont très sensibles aux hypothèses retenues, mais l'essentiel reste que les éléments de base qui déterminent la trajectoire budgétaire du Brésil (le taux réel, la croissance réelle et le solde budgétaire) évoluent dans le mauvais sens, y compris dans l'hypothèse improbable d'une réélection de Jair Bolsonaro. Les investisseurs devraient commencer à de nouveau s'inquiéter sur la dynamique budgétaire du Brésil et susciter une hausse de la prime de risque pays pour les actifs brésiliens.

Olga YANGOL

RUSSIE : VERS LE POINT DE RUPTURE ?

Si la Russie s'approche d'un véritable point de rupture, c'est par le canal politique et non économique et ce, notamment, en raison des sanctions occidentales qui n'ont pas (encore) eu l'effet escompté par leurs instigateurs.

Pour l'instant, la chute du PIB russe a été limitée par le re-routage des flux pétroliers vers l'Asie tandis que le niveau élevé des prix de l'énergie a compensé le discount de 15 à 30 dollars par baril, accordé

notamment aux clients indiens. Les recettes nettes d'exportations énergétiques ont donc été considérables (158 milliards de dollars entre février et août)¹. Les exportations ont ainsi, à la fois, permis de conserver une forme d'équilibre budgétaire, soutenu l'activité économique et le rouble et donc limité l'inflation. La banque centrale russe a même pu baisser ses taux d'intérêt (à 7,50%) bien que ce cycle soit probablement proche de son terme.

¹ En 2021, les exportations de pétrole brut, produits pétroliers et gaz naturel représentaient près de 50% des recettes d'exportations

totales de biens. Les revenus tirés de ces exportations avoisinaient ainsi 247 milliards de dollars.

Quelques secteurs ont évidemment été très impactés par les ruptures de chaînes de valeur, comme l'industrie automobile, l'aviation, la pharmacie et le secteur IT. La reconstitution de nouveaux réseaux d'importations, souvent organisés à travers une série opaque d'intermédiaires qui passent par la Turquie ou par Hong Kong, aurait cependant permis de compenser presque 60% des ruptures d'approvisionnement. **En toute première approche, économiquement, la Russie « s'en sort » plutôt bien**, ce dont attestent les révisions des prévisions de croissance pour 2022 de la plupart des prévisionnistes.

Cette photographie conjoncturelle n'est néanmoins pas suffisante pour estimer la réalité russe, cela pour deux raisons au moins.

Tout d'abord, les sanctions. Leur effet va aller croissant, très vite décuplé par l'hiver car les pièces détachées de camions commencent à manquer. Par ailleurs, certains secteurs (comme le *shipping*) n'ont pas réussi à trouver des réseaux de compensation suffisamment efficaces pour les 46% de composants qui étaient importés avant la guerre, notamment de Corée et de Turquie. Enfin, face à l'intensification du conflit, même les puissances les plus impliquées dans la fourniture du marché russe commencent à hésiter. Ankara vient par exemple de limiter le nombre de banques qui acceptent la carte de crédit universelle russe MIR, créée après 2014 justement pour garantir aux citoyens russes un retrait possible dans d'autres pays en cas de problème.

Le point de rupture politique, ensuite. Il s'est brutalement matérialisé avec une annonce de

mobilisation partielle qui a fait fuir 250 000 personnes au minimum en une semaine ; phénomène historique que l'on n'avait pas vu, en fait, depuis 1917... Cette hémorragie de main-d'œuvre va évidemment peser sur l'activité rapidement (et au-delà), ainsi que sur la consommation, déjà lestée par la chute brutale du moral des Russes. En régions, le choc risque d'être d'autant plus rude que les recrutements y ont été plus nombreux. Et les révisions du PIB russe de certainement repartir à la baisse.

	2022	2023
 En variation annuelle		
PIB	-5,0%	2,0%
Inflation	14,7%	4,8%

Quant au choc politique de cette mobilisation, c'est évidemment le point le plus important du scénario russe car il marque un effondrement du contrat social entre la population et le gouvernement, fondé depuis l'arrivée de V. Poutine au pouvoir sur une garantie implicite de sécurité offerte en échange d'une forme d'abandon de liberté politique. C'est sur la base de ce contrat que la popularité du président était restée si élevée depuis une vingtaine d'années, malgré les nombreuses crises que le pays a traversées. Paradoxe, c'est aussi sur la base de ce contrat que ce même président est en train de perdre sa légitimité.

Tania SOLLOGOUB

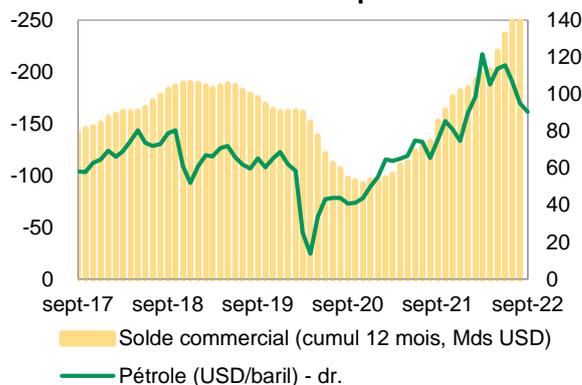
INDE : ATTENTION AUX ÉQUILIBRES EXTERNES

Très exposée aux fluctuations du prix du pétrole, qui représente 25% de ses importations, **l'Inde voit depuis un an ses équilibres externes se dégrader rapidement.**

En août, le déficit commercial dépassait les 270 milliards de dollars (contre 133 Mds USD un an auparavant). De plus, **avec un prix du pétrole qui devrait se maintenir au-dessus des 100 dollars le baril, ce déficit pourrait encore se creuser et dépasser les 300 milliards de dollars d'ici la fin de l'année.**

Conséquence directe, **le compte courant**, qui s'était rééquilibré en 2020 et 2021, **devrait afficher un déficit d'au moins 2,5% du PIB.** En réalité, mois après mois, les (rares) bénéfices engrangés par l'Inde durant la période Covid s'effacent : creusement du solde courant donc, baisse des réserves de change et surtout dépréciation de la roupie, qui avait pourtant si bien résisté en 2020-2021, et a franchi le seuil symbolique – et historique de 80 roupies pour 1 dollar.

Inde : balance commerciale & pétrole



La croissance résiste

Avec 7,4% de croissance attendue pour l'année fiscale 2022/2023, l'Inde se distingue toutefois du reste de l'Asie. Ce taux de croissance élevé, couplé aux difficultés du voisin chinois, peut envoyer un signal

d'attractivité aux investisseurs, dans un monde où chaque pays cherche à tirer profit de la recomposition de certaines chaînes de valeur.

Or, de nouveaux investissements productifs seraient les bienvenus pour soigner les deux faiblesses structurelles indiennes : le sous-investissement, notamment en infrastructures, et l'incapacité du pays à créer suffisamment d'emplois, et donc à intégrer les nouveaux entrants sur le marché du travail. Avec un taux d'activité autour de 40%, contre plus de 65% en moyenne dans les pays de l'OCDE, et un taux d'informalité supérieur à 80% pour les salariés, l'Inde ne pourra pas faire l'économie d'une vaste transformation du marché du travail pour espérer atteindre un niveau de développement supérieur.

Avec 7,4% de croissance attendue pour l'année fiscale 2022/2023, l'Inde se distingue du reste de l'Asie.

La croissance est donc pour l'instant principalement alimentée par la consommation, publique et privée, qui se maintient malgré un environnement monétaire sous contraintes.

La Banque centrale en arbitrage permanent

Comme dans le reste du monde, la hausse des prix de l'énergie a alimenté celle de l'inflation, qui

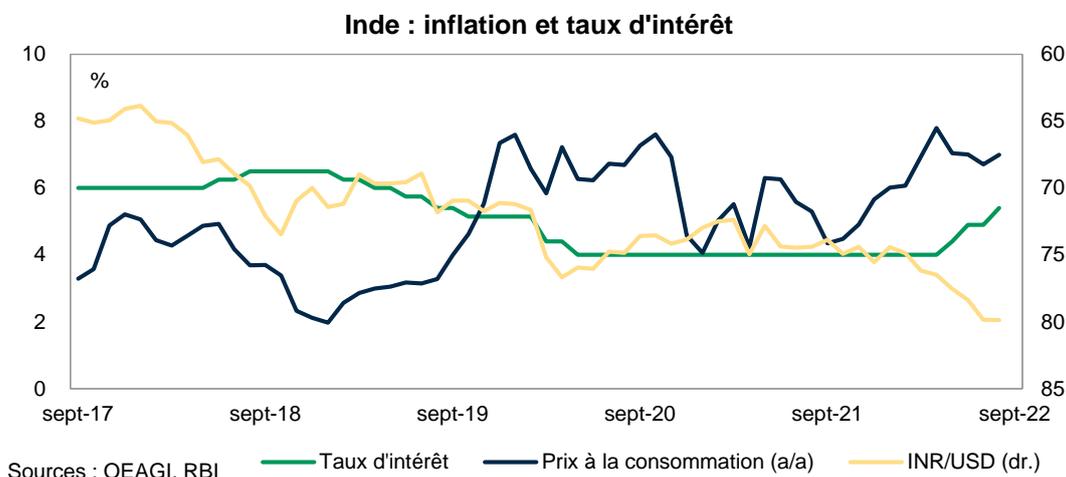
atteignait 7% en août en glissement annuel. Relativement au reste du monde, émergent comme développé, et même à la moyenne historique indienne, ce niveau est toutefois loin d'être alarmant.

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

La Banque centrale a commencé à resserrer ses taux à partir de mai 2022, plus tardivement que d'autres pays émergents, notamment en Amérique latine, mais avant la plupart des autres pays d'Asie. Le taux directeur, actuellement de 5,9%, a dépassé en août son niveau pré-Covid, et se rapproche progressivement de sa moyenne historique, autour de 6%.

Bien que la RBI ait indiqué qu'elle souhaitait ralentir le rythme du resserrement monétaire afin de ne pas étouffer la reprise de l'activité, nous anticipons encore une hausse de taux d'ici la fin de l'année, pour dépasser 6%. Ce niveau serait cohérent avec une inflation autour de 6,5% et permettrait à l'Inde de proposer un profil de rendement plutôt attractif pour les investisseurs, domestiques ou étrangers.

Sophie WIEVIORKA





SECTEURS D'ACTIVITÉ

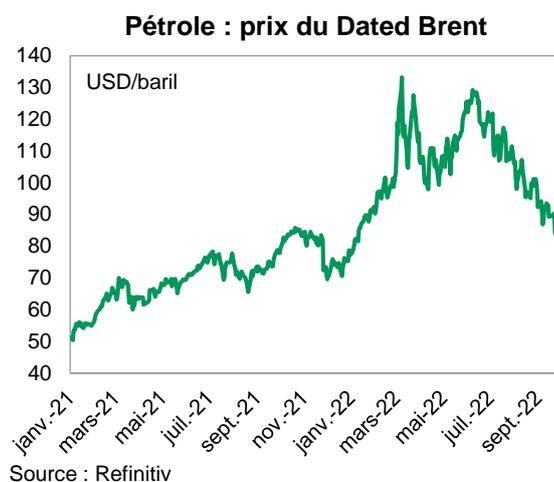
Pétrole – La crainte d'un rebond des cours en fin d'année

Gaz – Le test d'un premier hiver privé de gaz russe

Pétrole – La crainte d'un rebond des cours en fin d'année

Avec la mise en place de l'embargo massif de l'Europe sur 90% du pétrole russe d'ici à la fin de l'année, la détente des cours du pétrole, que nous observons aujourd'hui, pourrait bien être de courte durée.

Après avoir atteint des niveaux historiquement élevés à la veille des vacances d'été, les cours du pétrole se sont repliés sous l'action combinée d'une demande moins forte en carburants cet été aux États-Unis et d'une augmentation de la production de l'OPEP.



Cependant, à quelques mois de l'embargo décrété par l'Europe sur 90% du pétrole russe, la baisse du prix du pétrole pourrait n'être qu'un trompe-l'œil. Si le marché peut se réjouir de l'augmentation de la production de l'OPEP, les capacités disponibles du cartel sont désormais très faibles. L'Arabie saoudite, les Émirats Arabes Unis et l'Irak – les premiers contributeurs à l'augmentation de la production de l'OPEP – ont aussi dû compenser les baisses de

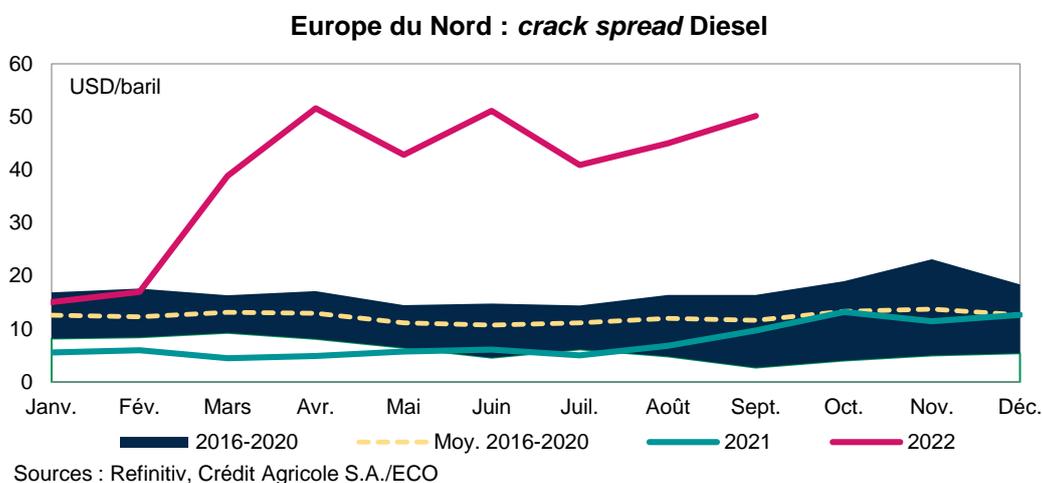
production de certains producteurs comme le Nigeria. La production de pétrole brut du pays le plus peuplé d'Afrique occidentale est passée sous la barre d'un million de barils par jour, faute d'investissements majeurs depuis plusieurs années.

Par ailleurs, si la demande en essence s'est logiquement détendue après l'été, les *crack spreads* (écart entre le prix du produit pétrolier à la sortie de la raffinerie et celui du pétrole) du diesel suggèrent que **le marché du diesel souffre toujours d'une pénurie d'offre**. La mise en œuvre de l'embargo européen sur 90% du pétrole russe à la fin de l'année pourrait ainsi retendre les marchés pétroliers qui disposent de relativement peu de marge de production.

	Prix moyen du pétrole par baril
T3 2022	101 \$
2023	105 \$

Compte tenu de ces incertitudes, notre scénario reste prudent tant pour le dernier trimestre 2022 que pour l'année 2023 : il se base sur un prix du pétrole compris entre 100 et 110 dollars par baril.

Stéphane FERDRIN



Gaz – Le test d'un premier hiver privé de gaz russe

L'Europe est le point de passer son premier hiver privé de gaz russe. La capacité de l'Europe à baisser sa consommation cet hiver sera cruciale pour le marché du gaz naturel en 2023.

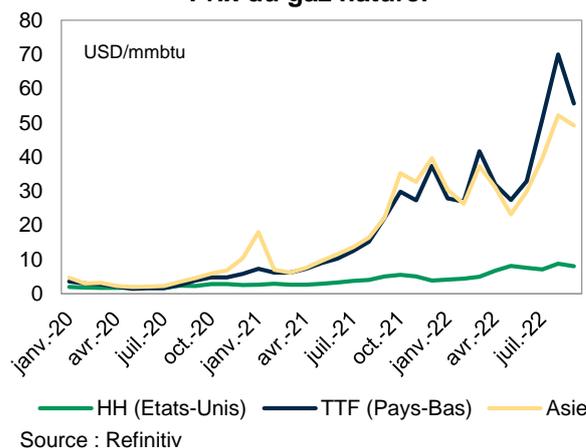
L'Europe s'apprête à passer son premier hiver avec un « soupçon » de gaz russe, puisque son débit a été divisé par huit en l'espace d'un an. **L'arrêt complet de Nord Stream 1 depuis septembre va singulièrement compliquer la situation de l'Europe.** Malgré des stocks bien remplis, elle va devoir augmenter ses importations de gaz naturel liquéfié (GNL) pour compenser cette baisse de livraisons de gaz russe. Et ce ne sera pas un long fleuve tranquille.

Pour attirer les cargos de GNL vers ses terminaux de regazéification, l'Europe sera en compétition avec l'Asie, premier importateur de GNL.

Les économies de consommation de gaz naturel cet hiver et la mobilisation de centrales à charbon seront vraisemblablement incontournables. Il est, en outre, possible que cela devienne la norme pour les hivers suivants. En effet, faute d'importantes capacités nouvelles de liquéfaction de gaz naturel avant 2026-2027 se substituant au gaz russe, l'Europe va devoir se contenter de l'offre actuelle en GNL. Pour attirer les cargos de GNL vers ses terminaux de regazéification, l'Europe sera en compétition avec l'Asie, premier importateur de GNL. L'Europe sera donc contrainte de payer une prime pour détourner les méthanières de leurs ports de déchargement initiaux d'Asie. Par ailleurs, avec juste un petit filet de gaz en provenance

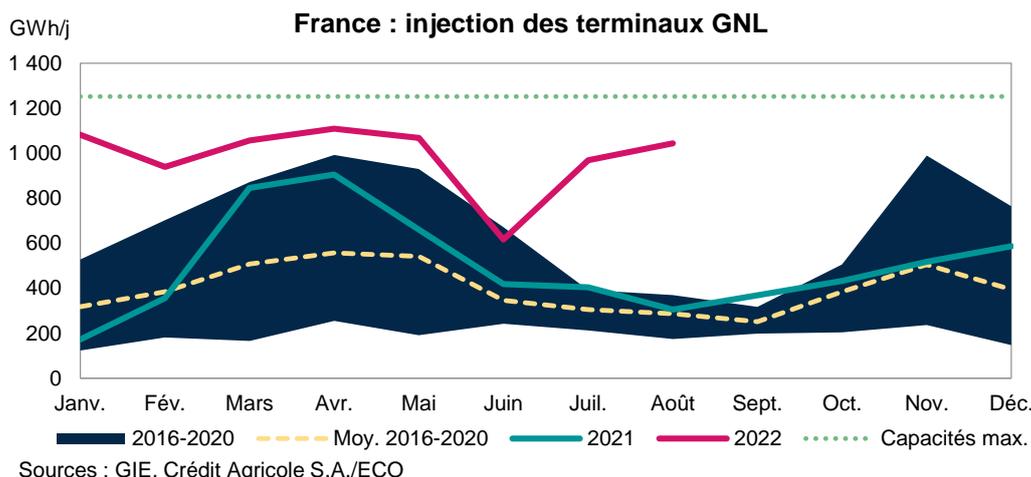
de Russie, il sera crucial de finir l'hiver avec des stocks de gaz pas trop bas pour éviter de solliciter un marché du GNL, peu élastique le printemps prochain, et qui doit déjà faire face à la très forte augmentation de la demande en provenance d'Europe.

Prix du gaz naturel



On peut donc malheureusement s'attendre à un marché du gaz naturel qui reste très tendu en 2023 avec des prix élevés.

Stéphane FERDRIN





MARCHÉS

Politique monétaire – « *Whatever it takes* » (ou presque)

Taux d'intérêt – Sous l'influence des resserrements monétaires

Taux de change – Et le dollar de continuer à sourire...

Politique monétaire – « *Whatever it takes* » (ou presque)

Plus élevée, plus généralisée, plus durable : l'inflation résiste. Et sa réduction constitue actuellement l'unique priorité des grandes banques centrales aux dépens possibles de la croissance. Sans même développer de scénario d'entêtement monétaire, il est difficile d'envisager un assouplissement précoce, dès 2023.

RÉSERVE FÉDÉRALE : TOUT SE PASSE COMME SI LE FOMC N'AVAIT QU'UN MANDAT UNIQUE

L'inflation surprenant régulièrement à la hausse tout au long de l'année 2022, la Fed a continûment durci sa position depuis son brusque revirement *hawkish* de fin 2021. Cela l'a conduite à entreprendre un resserrement monétaire agressif au regard de l'historique, avec trois hausses consécutives de 75 points de base en juin, juillet et septembre qui ont porté la fourchette cible du taux des *Fed funds* à 3,00%-3,25%.

Or, l'inflation résiste : elle est beaucoup trop élevée, se généralise et le marché du travail reste extrêmement tendu. Dans un tel contexte, la Fed est conduite à poursuivre un resserrement assez agressif de sa politique monétaire. Notre scénario central actuel prévoit de nouvelles hausses jusqu'au premier trimestre 2023, portant la borne supérieure de la cible des *Fed funds* à 4,25%. Le dernier *dot plot* indique toutefois que les risques sur cette prévision sont haussiers et nous pourrions en effet revoir nos perspectives à la hausse après la publication des prochaines données majeures, notamment les chiffres de l'emploi attendus le 7 octobre.

La Fed est amenée à poursuivre un resserrement assez agressif de sa politique monétaire.

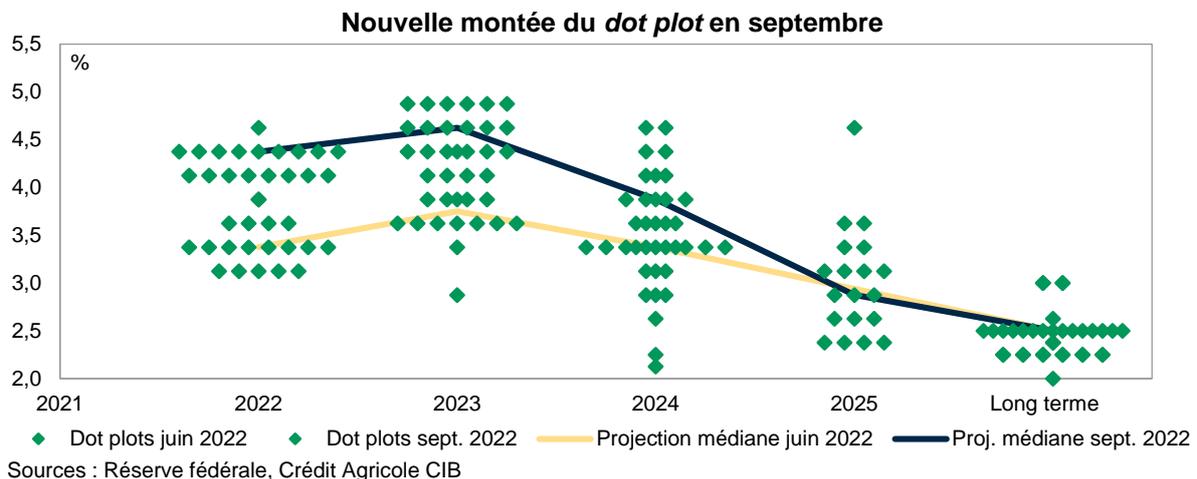
Dans le *dot plot* de septembre, la médiane indique une hausse du taux des *Fed funds* à 4,375% fin 2022 (125 points de base de plus qu'actuellement), puis une hausse plus modérée en 2023 conduisant au taux final de 4,625%. Après avoir interprété à tort

le FOMC de juillet comme un revirement *dovish*, les marchés se sont alignés sur le taux final du *dot plot* et tablent désormais sur un arrêt de la hausse du taux directeur à un peu plus de 4,60% en mars 2023.

Les marchés continuent toutefois, non sans une certaine obstination, de prévoir des baisses de taux directeur entre mars et décembre 2023, le taux des *Fed funds* étant attendu fin 2023 à environ 30 points de base sous son pic. Comme nous l'avons déjà indiqué, ces anticipations sont trop optimistes : des baisses de taux paraissent peu probables tant que l'inflation ne sera pas retombée à des niveaux beaucoup plus proches de l'objectif. L'inflation étant clairement la première priorité de la Fed, celle-ci devrait agir dans un avenir proche comme si elle n'avait qu'un unique mandat et se refuserait à baisser ses taux, même en cas de légère récession.

Après avoir atteint son rythme maximum en septembre, le dégonflement du bilan de la Fed va se poursuivre comme annoncé en mai ; cela devrait également contribuer au resserrement des conditions financières. Le resserrement quantitatif (*Quantitative Tightening*) a officiellement commencé le 1^{er} juin, avec des plafonds de remboursement mensuels de 30 milliards de dollars en *Treasuries* et de 17,5 milliards de dollars en *Mortgage-Backed Securities*, soit un total de 47,5 milliards de dollars, niveau qui a ensuite été doublé pour atteindre un plafond mensuel de 95 milliards de dollars.

Nicholas VAN NESS



BCE : PLUS VITE, PLUS HAUT... PLUS FORT ?

Dans un environnement qui reste extrêmement incertain, la Banque centrale européenne a – enfin – clarifié sa fonction de réaction. Sa seule préoccupation désormais est l'inflation en zone euro.

La prise en compte des perspectives de croissance (ou de récession) est clairement mise au second plan, à l'inverse de ce qui avait guidé la BCE depuis 2010. Cette clarification a été opérée en deux temps :

- ✓ Opérationnellement avec un resserrement monétaire beaucoup plus rapide qu'initialement prévu malgré la détérioration des prévisions de croissance (lors de la réunion de juillet, puis de septembre).
- ✓ Et théoriquement lorsqu'Isabel Schnabel a présenté un discours très systématique au Symposium de Jackson Hole.

Dans ce cadre, et dans la mesure où les perspectives d'inflation resteront très préoccupantes à court et moyen termes, la BCE devrait poursuivre son resserrement monétaire très agressif au moins jusqu'au début de l'année prochaine.

La BCE devrait poursuivre son resserrement monétaire très agressif au moins jusqu'au début de l'année prochaine.

Nous anticipons une hausse de taux de 75 points de base (pdb) lors de la réunion d'octobre – ce qui porterait le taux de dépôt à 1,5% – puis au moins 50 pdb de hausse en décembre : le taux de dépôt atteindrait alors 2%, ce qui est en ligne avec les estimations de taux neutre.

En 2023, la BCE pourrait poursuivre ses hausses de taux ; cependant, la baisse progressive de

l'inflation devrait l'autoriser à être plus graduelle, tandis que le ralentissement économique – même si comme elle l'a indiqué elle-même, cela ne fait pas partie de son mandat – pourrait l'inciter à se montrer plus prudente.

Dans ce contexte, **notre scénario retient une hausse de taux unique et plutôt limitée** (25 pdb en février 2023).

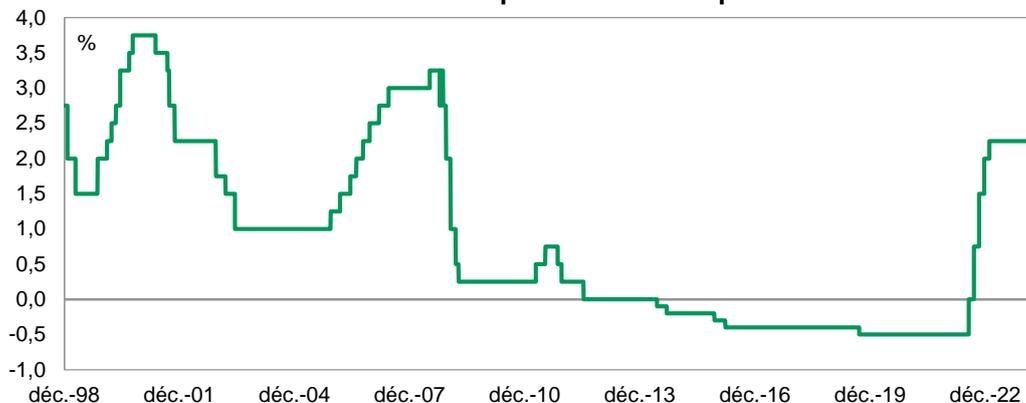
À partir du deuxième trimestre 2023, le resserrement monétaire se poursuivrait naturellement avec les remboursements des TLTROs qui réduiraient la liquidité du système bancaire et libéreraient des collatéraux, ce qui pourrait entraîner une tension sur les rendements de marché.

Enfin, **nous anticipons la mise en place du quantitative tightening**, c'est-à-dire la réduction des portefeuilles d'obligations détenues au titre de l'assouplissement monétaire, **à partir du début de 2024 seulement** : une fois que la BCE aura terminé ses hausses de taux et que l'essentiel des remboursements TLTROs auront été effectués.

Ce scénario de resserrement monétaire étape par étape, bien que relativement agressif, reste évidemment tributaire des développements en termes d'inflation et de croissance. **Une détérioration des perspectives d'inflation**, c'est-à-dire une inflation durablement très élevée, **pourrait encourager la BCE à remonter davantage ses taux**, tandis qu'une **fragilisation marquée des perspectives de croissance** – au point d'entraîner des pressions désinflationnistes – **pourrait l'encourager à être plus prudente, notamment sur les questions de TLTROs et de programmes d'achats.**

Louis HARREAU

BCE : historique du taux de dépôt



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A.

BANQUE D'ANGLETERRE : LE TEMPS EST À L'ACTION « AVEC FORCE »

Retour du whatever it takes pour restaurer la stabilité financière

L'annonce, le 21 septembre dernier, par le gouvernement d'un plan de relance significatif entièrement financé par émissions de dette, a provoqué un dévissage des marchés britanniques, un plongeon de la livre à un plus bas historique contre le dollar (à 1,0327 dans la journée du 26 septembre) et une forte hausse des taux. Les anticipations de marché sur le taux directeur ont « grimpé » et les spéculations sur une intervention de la BoE en dehors du calendrier des réunions de politique monétaire, afin de soutenir la livre et le marché des titres publics, ne se sont pas fait attendre. La BoE a effectivement communiqué et ce à deux reprises. Le 26 septembre, pour affirmer qu'elle attendrait la prochaine réunion du MPC du 3 novembre, comme prévu, pour prendre une décision réfléchie sur la base de ses nouvelles prévisions sur l'inflation. Puis le 28 septembre, pour agir contre les risques sur la stabilité financière, en annonçant des achats immédiats d'obligations d'État de long terme (*gilts*). Les achats seront d'une durée courte (jusqu'au 14 octobre), mais d'un montant « aussi élevé que nécessaire » (a priori de 65 milliards de livres, mais que la BoE se réserve le droit d'ajuster si nécessaire) ; il s'agit de rétablir le fonctionnement du marché des *gilts* et de réduire les risques d'une contagion aux conditions de crédit pour les ménages et les entreprises britanniques. À côté de cela, la BoE a confirmé son plan de « *quantitative tightening* » (comportant des ventes de titres et le non-réinvestissement des titres arrivant à maturité pour un total de 80 milliards de livres) ; elle a seulement décalé le début des ventes de titres au 31 octobre.

Des taux plus élevés pour combattre l'inflation

Bien que trois membres aient voté en faveur d'une hausse de 75 points de base, la BoE a augmenté son taux directeur de 50 points de base « seulement » à 2,25% à l'issue de sa réunion de septembre. Dans ses

minutes, la BoE a noté que le stimulus budgétaire devrait augmenter les pressions sur l'inflation à moyen terme. Elle révisera certainement ses prévisions de croissance à la hausse et de taux de chômage à la baisse à sa prochaine réunion de novembre. **Après l'annonce du plan de relance, une hausse du taux directeur d'au moins 75 points de base en novembre est donc quasi-certaine.**

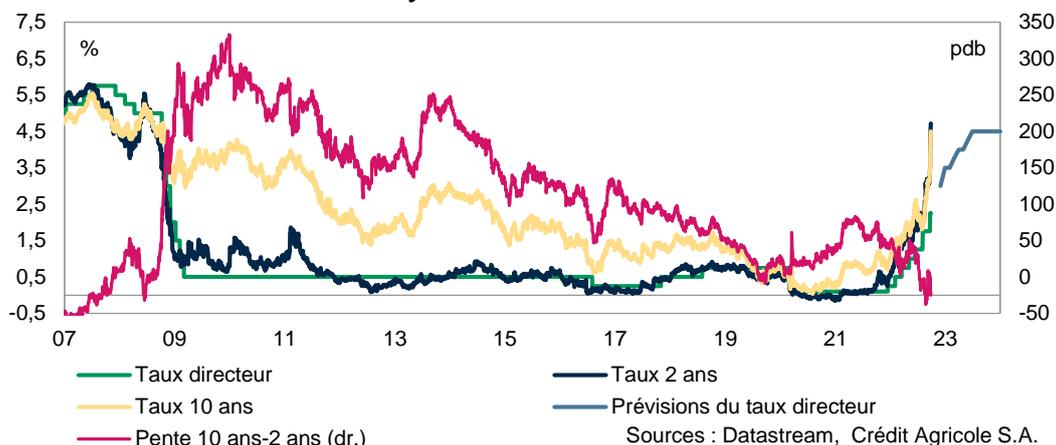
Les achats seront d'une durée courte (jusqu'au 14 octobre) mais d'un montant « aussi élevé que nécessaire »

Nous avons révisé significativement à la hausse nos prévisions de taux directeur et tablons sur une hausse de taux de 75 points de base en novembre, suivie de 50 points de base en décembre, puis de quatre hausses de 25 points de base au cours de chaque réunion du MPC pendant le premier semestre 2023. Cela conduirait à un taux directeur à 3,5% à la fin de cette année pour culminer à 4,5% en juin 2023.

Si une hausse de taux de 100 points de base en novembre, comme l'anticipent les marchés, n'est effectivement pas exclue, leurs anticipations de pic du taux directeur à près de 6% en 2023 semblent excessives. Les enquêtes de confiance ont continué de se détériorer et l'économie devrait entrer en récession au troisième trimestre. Le resserrement des conditions financières et monétaires devrait également compenser une partie de l'impact positif du stimulus fiscal sur la demande sur l'inflation à moyen terme. Enfin, la BoE devra tenir compte de l'impact de la dépréciation de la livre (-10% en termes effectifs nominaux depuis le début de l'année) sur les perspectives d'inflation en révisant à la hausse ses prévisions d'inflation importée : cela aura pour effet d'augmenter l'inflation totale à court terme, tout en pesant sur celle à moyen terme *via* une demande plus faible).

Slavena NAZAROVA

Royaume-Uni : taux d'intérêt



Taux d'intérêt – Sous l'influence des resserrements monétaires

La priorité accordée à la lutte contre l'inflation, récente et délicate dans la zone euro ou déjà « ancienne » aux États-Unis, conduit les taux directeurs à s'approcher de la neutralité, voire à déjà s'aventurer en territoire restrictif. En sympathie avec les taux courts, les taux d'intérêt longs se redressent. Mais lestées par des perspectives de croissance maussade, les courbes de taux d'intérêt s'inversent.

ÉTATS-UNIS : UNE FED HAWKISH RELÈVE LES TAUX ET ACCENTUE L'INVERSION DE LA COURBE

Alors que la Fed, déterminée à lutter contre l'inflation, vient d'augmenter ses taux directeurs de 75 points de base pour la troisième fois consécutive et que les projections du *dot plot* ont été revues à la hausse, les taux directeurs sont entrés en territoire restrictif et devraient y rester un certain temps. Par conséquent, les rendements obligataires vont continuer d'augmenter à court terme et la courbe va continuer de s'inverser, avec une pente deux ans-dix ans à -60 points de base.

Les projections de taux du *dot plot* de la Fed ont été revues sensiblement à la hausse : le point médian pour 2022 se situe désormais à 4,375% et tous les membres du FOMC sauf un s'attendent désormais à ce que le taux des *Fed funds* dépasse 4% à la fin de l'année. Il s'en est cependant fallu de peu pour que la médiane ne soit que de 4,125% : un seul point plus bas aurait suffi pour que le point médian soit inférieur de 25 points de base. Le point médian actuel de 4,375% à la fin de l'année suppose des hausses de taux supplémentaires totalisant 125 points de base, une hausse de 75 points de base en novembre, puis une hausse de 50 points de base en décembre, par exemple.

Le marché anticipe maintenant une augmentation de 71 points de base du taux directeur lors du FOMC du 2 novembre, et un total de 119 points de

base pour les deux prochaines réunions. Il est resté optimiste pour la suite avec une anticipation d'assouplissement à partir de mars 2023. Il nous paraît peu probable que la Fed assouplisse sa politique en 2023, notamment parce qu'elle a fait comprendre que les taux devraient rester restrictifs pendant un certain temps pour juguler l'inflation.

Il paraît peu probable que la Fed assouplisse sa politique en 2023.

Les taux de marché ont été très volatils récemment. Les taux courts ont bondi pour s'ajuster à la révision à la hausse du *dot plot*, tandis que les taux longs ont moins augmenté en raison des attentes selon lesquelles la hausse des taux directeurs allait affaiblir la croissance. L'aplatissement persistant de la courbe des taux a accéléré après le FOMC de septembre, le segment deux ans-dix ans a atteint un nouveau point bas dans le cycle actuel (à -52 points de base *intraday*). Ce phénomène n'est pas terminé dans la mesure où la hausse des taux courts va se poursuivre.

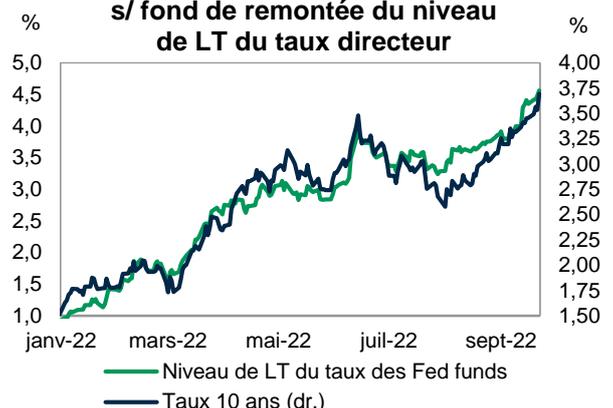
Les rendements réels ont été le principal moteur de la hausse des taux des *Treasuries*. Depuis le point bas récent du 1^{er} août, le taux des *Treasuries* à dix ans a augmenté d'environ 115 points de base, tandis que le rendement réel à dix ans a augmenté de plus de 125 points de base. Les points morts d'inflation des

Les taux réels augmentent, les points morts d'inflation évoluent peu



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Hausse des taux obligataires s/ fond de remontée du niveau de LT du taux directeur



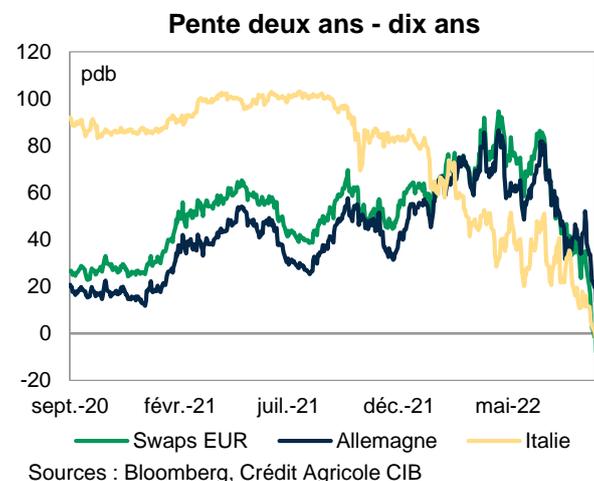
Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

titres indexés sur l'inflation (TIPS) ont donc été sous pression : à dix ans, ils ont baissé de 25 points de base depuis leur pic de fin août, ce qui suggère que des hausses de taux agressives pèsent sur les actifs

EUROPE : EN AVANT TOUTE !

Les rendements des titres d'État européens ont retrouvé leurs plus hauts niveaux de l'année, en raison principalement des anticipations de resserrement monétaire. Le relèvement des taux directeurs en réponse à l'évolution de l'inflation a, finalement, revêtu un caractère urgent avec une hausse de 50 points de base en juillet, puis de 75 points de base en septembre. Alors qu'elle avait initialement indiqué que son cycle de resserrement serait graduel et mesuré, la BCE a agi comme la plupart des autres banques centrales : elle cherche à porter ses taux directeurs vers la neutralité aussi vite que possible et envisagera ensuite la poursuite du cycle de resserrement à un rythme plus lent, en tenant compte de l'évolution des données, notamment de l'inflation. Ces remontées anticipées des taux directeurs ont fortement contribué à l'aplatissement très rapide des courbes de taux en euro, conformément au scénario que nous prônons depuis longtemps.

Une nouvelle hausse de 75 points de base porterait le taux de la facilité de dépôt à 1,50%, niveau que nous considérons comme à peu près « neutre ». Or, **les marchés anticipent une remontée jusqu'à 3% environ et donc une politique nettement restrictive.** Comme cela était prévisible, tous les segments de la courbe des taux de swaps se sont donc désormais inversés. Alors que le segment deux ans-cinq ans de la courbe des taux de swaps est inversé (pente négative) de 55 points de base en dollar et de 45 en livre sterling, il n'est inversé que de 5 points de base en euro. Cette faiblesse s'explique par le niveau du



² Instrument de protection de la transmission (*Transmission Protection Instrument* ou TPI en anglais) : outil lancé en juillet 2022 par la BCE qui « assurera notamment la bonne transmission de l'orientation de la politique monétaire dans tous les pays de la zone

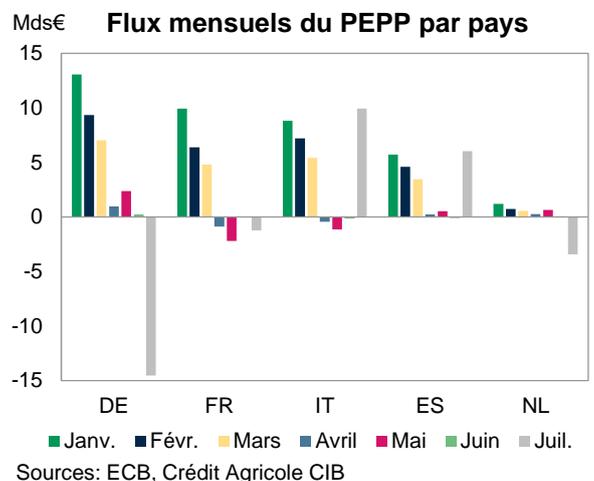
risqués, tout en améliorant les perspectives d'inflation à long terme.

Alex LI

taux directeur attendu à long terme par les marchés, qui est de 4,5% pour la Fed et de près de 5% pour la BoE.

L'inflation sous-jacente devrait continuer d'augmenter en zone euro en 2022 voire début 2023 et dépasser 4,5% : dans ce contexte, une politique restrictive est réellement nécessaire dans la mesure où il n'y a pas de capacités inutilisées dans l'économie. **Le resserrement monétaire, la hausse des perspectives d'inflation combinée à la baisse des perspectives de croissance se traduisent par une inversion de la courbe des taux monétaires et de l'ensemble des courbes de taux.** Notre scénario d'aplatissement de la courbe des taux sera maintenu tant qu'aucun cycle d'assouplissement ne sera en vue.

Outre le resserrement monétaire, d'autres éléments importants impactent les courbes souveraines de la zone euro. Tout d'abord, le cycle de resserrement de la BCE peut se poursuivre et conduire à **des rendements réels positifs sans créer de tensions importantes sur les titres périphériques**, en raison de l'introduction de l'IPT² (qui doit encore être activé) et d'une rotation en cours des titres d'État européens du cœur vers la périphérie, à mesure que ceux-ci arrivent à maturité dans le PEPP et doivent être réinvestis. Cette rotation devrait se poursuivre tout au long de l'année 2023 et la validité d'autres programmes sera remise en cause bien plus tôt en raison du cycle de resserrement.



euro, à mesure que le Conseil des gouverneurs poursuivra la normalisation de la politique monétaire ».

Quant à l'IPT, il s'agit – comme l'OMT³ – d'un outil que la BCE espère ne pas utiliser en raison de problèmes que son usage même pourrait déclencher. Les titres italiens, premiers bénéficiaires potentiels, pourraient par exemple faire l'objet d'achats de la part de la BCE si les rendements dépassaient nettement 4% de manière prolongée. Dans le cadre de l'IPT, l'achat de BTP devrait être indépendant des questions de politique intérieure et n'être motivé que par un quelconque laxisme budgétaire. À cet égard, malgré le résultat des élections, le *statu quo* concernant l'UE devrait être maintenu, au moins dans un premier temps, notamment parce que l'Italie reste le plus grand bénéficiaire des fonds du *NextGenerationEU*

Le soutien aux marchés périphériques, sur fond de resserrement monétaire de la BCE (avec son mécanisme de taux), a permis de réduire la volatilité des *spreads*. Si l'IPT est activé, une remontée des anticipations de taux directeurs pourrait tout à fait se traduire par une baisse des *spreads* périphériques : un phénomène inhabituel dans un contexte de remontée des taux de marché. Les marchés devraient néanmoins d'abord tester la détermination de la BCE et celle-ci se limiter à des interventions verbales.

Le soutien aux marchés périphériques, sur fond de resserrement monétaire de la BCE, a permis de réduire la volatilité des spreads.

Le relèvement des taux directeurs avec un excédent de plus de 4 500 milliards d'euros sans mécanisme d'absorption (contrairement au RRP de la Fed⁴) **a contribué à des niveaux beaucoup plus élevés de volatilité des *spreads* entre marché monétaire et obligations ou bons du Trésor.** La

BCE a accumulé une énorme quantité de collatéraux dans son bilan, sous forme de titres recherchés par un certain nombre d'investisseurs en raison de leur liquidité et de leur qualité de crédit : la rareté du collatéral a été aggravée par les hausses de taux. Cela s'explique en partie par la montée de la volatilité, qui conduit naturellement les investisseurs à se tourner vers des liquidités. Mais la volatilité des marchés, y compris celle des marchés des matières premières et de l'énergie, se traduit également par une montée de la demande pour les obligations *core*, ces dernières pouvant être utilisées comme marge initiale (dépôt de garantie) auprès des contreparties centrales pour la compensation des produits dérivés.

Seule la BCE peut, en dénouant son excès de liquidité, s'attaquer au problème de la baisse des rendements souverains courts par rapport aux taux directeurs. Malheureusement, procéder à un resserrement quantitatif (*Quantitative Tightening*) en laissant les obligations arriver à échéance serait un processus pluriannuel et les remboursements importants des TLTRO ne sont pas prévus avant juin 2023.

D'ici là, la BCE devra mettre au point un mécanisme permettant de rétablir la transmission de sa politique monétaire à la partie courte des courbes de titres d'État *core*. Une solution pourrait consister à émettre des certificats de dépôt (comme elle l'avait fait à l'époque du *Securities Markets Programme* lancé en mai 2010) en grande quantité : cela permettrait l'absorption des excès de liquidité tout en offrant aux intervenants un support d'investissement concurrençant les bons du Trésor et les obligations à court terme.

Bert LOURENCO

³ *Outright Monetary Transactions*

⁴ *Overnight Reverse Repurchase (ON RRP)*

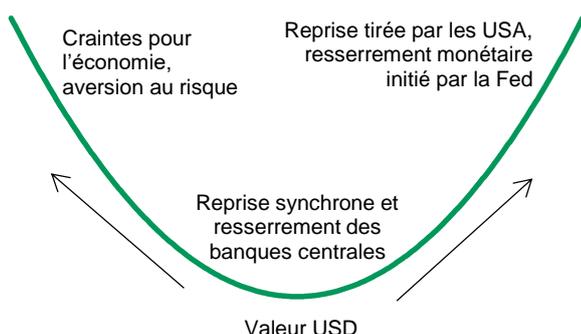
Taux de change – Et le dollar de continuer à sourire...

Les facteurs de soutien au dollar, devise sûre et qui plus est à rendement actuellement élevé, ne s'effriteront pas à brève échéance. Il faudra patienter avant que sa surévaluation ne soit manifeste et que d'autres devises ne retrouvent plus d'attrait : des devises refuges alternatives en cas d'effondrement de la croissance, des devises plus pro-cycliques en cas d'atterrissage en douceur.

PAYS DÉVELOPPÉS : PIC EN VUE POUR LE BILLET VERT

Le dollar reste soutenu par son statut de devise refuge à rendement élevé et devrait atteindre un pic au premier trimestre 2023. Le billet vert pourrait en effet continuer d'osciller entre les deux extrêmes du « sourire du dollar⁵ » : cela nous conduit à réviser nos prévisions. Le dollar est toutefois suracheté et surévalué, ce qui devrait limiter son potentiel d'appréciation à terme.

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



Source : CA CIB

Notre scénario envisage désormais des taux directeurs et des taux de marché américains plus élevés. De plus, suite à la publication du *dot plot* de la Fed en septembre, les marchés de taux américains considèrent que le cycle de resserrement monétaire culminera à environ 4,64% au premier trimestre 2023. Il marquerait ensuite une pause liée au ralentissement prévu pour 2023 de la croissance et de l'inflation américaines. La guerre en Ukraine risque de continuer d'alimenter la crise énergétique et d'aggraver les risques de récession en Europe, tandis que la pandémie et le secteur immobilier font peser un risque sur la croissance en Chine.

Le dollar, qui reste soutenu par son statut de devise refuge à rendement élevé, devrait atteindre un pic au premier trimestre 2023.

La devise pourrait, en effet, osciller entre les deux extrêmes du « sourire du dollar ». Alors que la Fed continue de resserrer sa politique monétaire et que

l'inflation américaine s'atténuera dans les mois à venir, la hausse des taux et des rendements réels américains devrait soutenir le dollar pour l'instant. Celui-ci est toutefois suracheté et surévalué, ce qui devrait limiter toute appréciation supplémentaire dans les trois à six prochains mois. À plus long terme, en fonction du degré du ralentissement économique mondial, le dollar devrait céder un peu de terrain : par rapport à d'autres valeurs refuges comme le yen et le franc suisse en cas d'atterrissage brutal ou par rapport à des devises pro-cycliques comme le dollar australien, le dollar canadien, la couronne norvégienne, le dollar néo-zélandais, la livre sterling et l'euro en cas d'atterrissage plus doux.

À long terme, en fonction du degré du ralentissement économique mondial, le dollar devrait céder un peu de terrain.

L'euro devrait rester sous pression face au dollar et toucher 0,97 au cours des trois à six prochains mois, les ambitions de resserrement monétaire de la BCE limitant le risque d'une baisse plus prononcée. L'euro devrait ensuite se redresser à un horizon de six à douze mois. Les risques qui pèsent sur nos prévisions sont baissiers, compte tenu des menaces géopolitiques et commerciales persistantes qui fragilisent la croissance de la zone euro.

Le dollar devrait atteindre un pic face au yen début 2023. Il faudra cependant que la Fed fasse une pause dans les hausses de taux et que la Banque du Japon change d'approche pour que le dollar perde du terrain de manière pérenne face au yen à partir du deuxième trimestre 2023.

La livre sterling, qui devrait rester une couverture attrayante contre l'aversion au risque et la stagflation, devrait sous-performer face au dollar et à l'euro au cours des trois à six prochains mois. À plus long terme, la remontée des taux et rendements réels au Royaume-Uni pourrait conduire à un début de redressement. Nous restons baissiers sur l'euro face au franc suisse à court terme, le virage *hawkish* de la Banque nationale suisse ayant fait de sa devise une valeur refuge encore plus attrayante. L'évolution de la

⁵ Sourire du dollar (*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

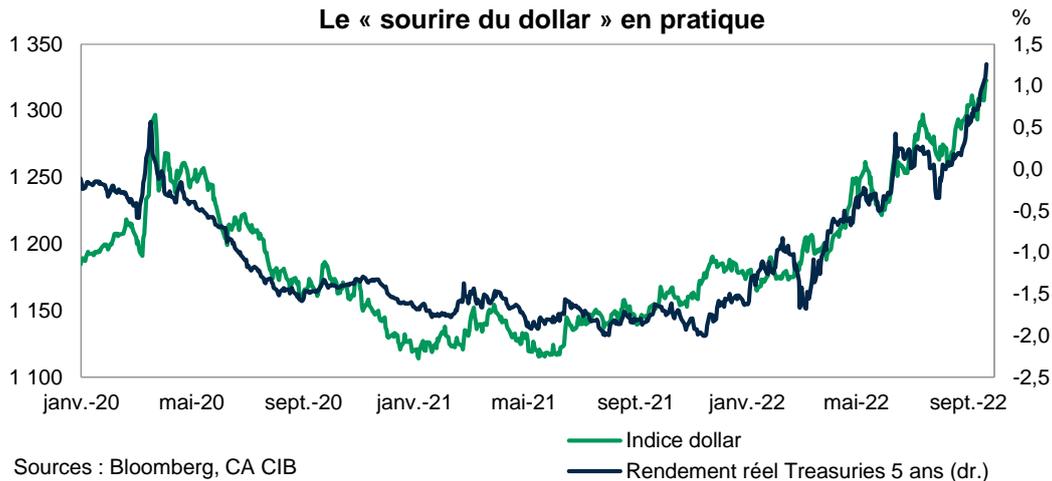
au risque pousse les investisseurs à rechercher la sécurité du marché des *US Treasuries*.

couronne suédoise sera influencée par deux facteurs contraires : les risques mondiaux, d'un côté, et la normalisation de la politique monétaire de la Riksbank, de l'autre.

À court terme, les inquiétudes concernant la croissance mondiale et l'aversion pour le risque devraient peser sur le dollar australien, le dollar canadien, le dollar néo-zélandais et la couronne norvégienne, mais ces devises pourraient être les grandes gagnantes dans six à douze mois, si une forte récession mondiale est évitée. Le dollar australien et la

couronne norvégienne semblent offrir le meilleur potentiel, l'attractivité de la couronne norvégienne étant notamment renforcée par des facteurs positifs à long terme comme un avantage en termes de taux réel et une excellente position extérieure. Bien que la remontée des taux et rendements réels mondiaux nous rende moins optimistes à l'égard de l'or à l'horizon de trois à six mois, la persistance de l'aversion au risque peut constituer un certain soutien.

Valentin MARINOV



PAYS ÉMERGENTS : L'HIVER ARRIVE

Le contexte restera difficile pour les devises émergentes dans les mois qui viennent.

Un portage moins attractif

L'appréciation du dollar et le resserrement monétaire américain devraient continuer de mettre les devises émergentes sous pression. Alors que de nombreuses banques centrales émergentes ont déjà fait l'essentiel de leur travail de resserrement monétaire, la Fed doit encore relever fortement ses taux directeurs. La politique monétaire « moyenne » des pays émergents est donc en passe de devenir moins *hawkish* que celle des États-Unis : un basculement peu favorable pour les devises émergentes dont l'attrait relatif en termes de portage va continuer de s'éroder.

La politique monétaire « moyenne » des pays émergents est en passe de devenir moins hawkish que celle des États-Unis : un basculement peu favorable pour les devises émergentes dont l'attrait relatif en termes de portage va continuer de s'éroder.

En outre, les risques liés à la crise énergétique européenne pourraient peser sur l'euro et, par conséquent, alimenter la vigueur du dollar. Cette force relative du dollar pourrait finir par se traduire par un

risque baissier supplémentaire pour les devises émergentes.

Risques baissiers sur la croissance

Les devises émergentes, déjà confrontées à l'appréciation du dollar, font également face au risque d'un ralentissement économique mondial doublé de celui de voir leurs exportations significativement freinées.

Une balance commerciale moins favorable

Une telle détérioration des échanges commerciaux interviendrait dans un contexte déjà défavorable en termes de balance commerciale globale des pays émergents. En effet, en l'espace d'une seule année, la balance commerciale des pays émergents est passée d'une situation de fort excédent à un déficit significatif, source de vulnérabilité des devises émergentes.

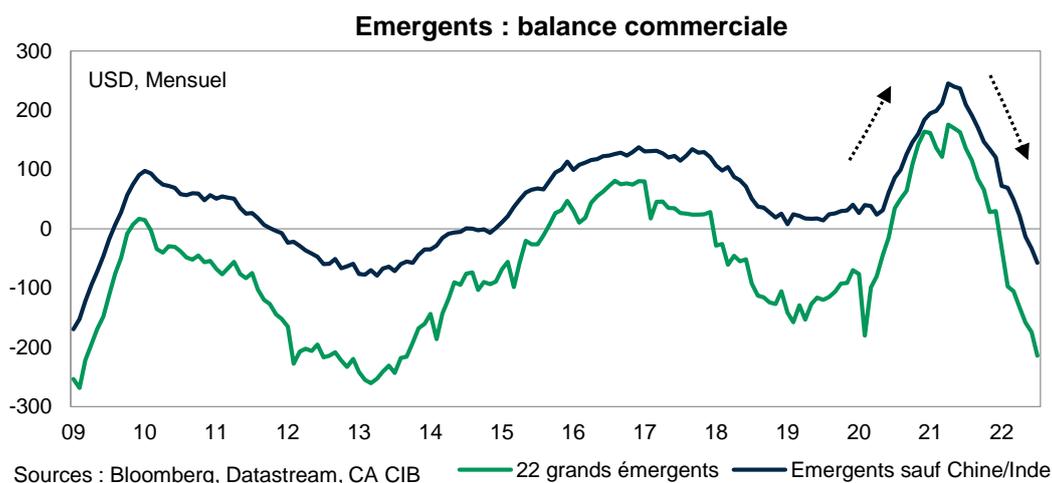
La détérioration du « solde commercial émergent » au cours des derniers trimestres s'explique largement par les prix des matières premières et l'évolution des termes de l'échange ; il y a évidemment des gagnants et des perdants. Les importateurs d'énergie tels que la

Turquie, la Corée du Sud, l'Inde et les pays du CE4⁶ sont parmi les perdants (cf. graphique sur l'évolution des balances commerciales de certains pays sur trois ans). En revanche, des pays comme l'Afrique du Sud, l'Indonésie et la Malaisie font partie des gagnants. Les pays qui ont, jusqu'à présent, mieux résisté risquent toutefois de souffrir si les anticipations de ralentissement mondial alimentent une correction baissière des cours des matières premières.

Yuan : capacité et volonté de stabiliser la devise

Le yuan chinois lui-même pourrait rester sous pression, la Chine étant confrontée à plusieurs difficultés (secteur immobilier, consommation freinée par la stratégie zéro-Covid, plafonnement de l'endettement des entreprises), alors même que le différentiel de taux d'intérêt entre États-Unis et Chine est devenu moins favorable. La Banque centrale chinoise (PBoC) a cependant la capacité de limiter la baisse du yuan et des déclarations récentes suggèrent une volonté de plus en plus claire en ce sens.

Sébastien BARBÉ



⁶ Pologne, République tchèque, République slovaque, Hongrie



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	1,7	0,5	4,7	8,3	4,7	-3,7	-4,1	-3,7
Japon	1,7	1,6	1,7	-0,2	2,6	1,8	2,8	1,1	1,7
Zone euro	5,2	3,2	0,4	2,6	8,2	6,7	3,4	1,8	1,9
Allemagne	2,6	1,6	-0,4	3,2	8,6	8,7	7,4	5,4	5,0
France	6,8	2,6	0,6	2,1	5,8	5,2	-1,0	-1,0	-0,7
Italie	6,6	3,4	0,2	2,0	8,0	6,3	2,5	-1,0	-1,9
Espagne	5,1	4,5	0,9	3,0	9,0	4,8	0,9	1,5	2,5
Pays-Bas	4,9	4,7	0,9	2,8	11,7	8,7	9,0	8,5	8,0
Belgique	6,2	2,5	0,1	3,2	9,7	6,7	-0,4	0,3	0,0
Autres pays développés									
Royaume-Uni	7,5	4,4	-0,2	2,6	8,9	6,2	-2,0	-5,9	-5,0
Canada	5,1	3,8	2,0	3,4	6,3	2,9	0,6	0,2	-0,2
Australie	5,0	3,9	2,2	2,9	6,3	4,5	3,2	1,8	0,8
Suisse	3,8	2,2	0,6	0,6	3,0	2,0	9,3	8,3	8,4
Suède	4,8	2,5	-0,5	2,2	7,8	5,9	5,6	4,6	4,0
Norvège	4,0	1,6	0,6	3,5	5,5	3,9	15,4	16,0	12,9
Asie	7,3	4,3	5,1	2,2	3,6	2,9	1,7	1,2	1,1
Chine	8,1	3,0	5,3	0,9	2,2	2,4	1,8	2,0	1,6
Inde	9,6	7,4	6,0	5,1	6,3	4,5	-1,0	-2,5	-2,0
Corée du Sud	4,0	2,5	2,2	2,4	5,3	2,9	4,9	1,7	2,3
Indonésie	3,5	5,0	4,5	2,0	3,0	3,0	0,2	-1,3	-2,5
Taiwan	6,3	3,4	2,7	2,0	3,0	1,6	14,2	13,2	13,0
Thaïlande	1,6	3,4	4,0	1,2	6,0	2,0	-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	0,0	3,9	1,6	2,1	2,0	11,3	8,2	7,1
Philippines	5,7	6,4	5,7	4,4	5,5	4,1	-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	-0,1	2,2	9,2	29,3	14,1	1,7	1,7	1,4
Russie	4,7	-5,0	2,0	6,7	14,7	4,8	6,8	10,0	
Turquie	11,0	4,0	3,0	18,0	70,0	35,0	-2,0	-5,0	-3,5
Pologne	5,9	4,3	1,2	5,1	14,5	10,4	-1,4	-4,0	-4,3
Rép. tchèque	3,3	1,8	1,9	3,8	14,7	6,3	-0,8	-3,0	-2,0
Roumanie	5,8	4,1	2,8	5,0	13,5	10,5	-7,0	-8,6	6,5
Hongrie	7,1	4,7	2,1	5,1	12,7	5,5	-3,2	-4,5	-3,5
Afrique, Moyen-Orient	4,3	4,8	3,4	9,7	12,1	8,5	3,0	6,9	4,6
Arabie saoudite	3,2	8,1	3,5	3,1	2,5	1,8	5,3	14,9	10,1
Emirats Arabes Unis	2,8	5,9	4,5	0,2	4,5	2,9	9,4	14,1	12,5
Afrique du Sud	4,9	2,0	1,5	4,6	6,9	5,0	3,7	1,2	-1,1
Egypte	7,1	3,6	4,3	5,2	13,9	9,8	-4,2	-5,0	-4,5
Algérie	3,8	3,8	2,5	6,6	10,7	7,3	-5,0	3,1	0,5
Qatar	1,5	5,1	3,1	2,3	4,6	2,9	14,6	21,0	15,0
Koweït	1,7	7,8	3,7	3,4	5,0	2,9	25,0	35,0	29,0
Maroc	7,7	0,9	3,5	1,4	6,0	2,9	-2,4	-5,9	-4,8
Tunisie	3,3	2,3	2,0	5,7	8,1	6,8	-6,7	-9,2	-6,9
Total	6,1	3,0	2,6	4,4	8,4	5,4	0,9	0,4	0,3
Pays industrialisés	5,1	2,5	0,6	3,2	7,5	5,0	0,1	-1,1	-0,8
Pays émergents	6,8	3,5	4,1	5,3	9,0	5,7	1,5	1,6	1,2

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	-1,6	-0,6	1,6	0,7	-0,1	-0,4	0,8	1,5
Japon	-0,3	0,4	-0,4	1,0	0,1	0,9	0,5	0,0	0,4	0,3	0,2	0,3
Eurozone	-0,1	2,0	2,2	0,5	0,7	0,8	0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3
Allemagne	-1,5	1,9	0,8	0,0	0,8	0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	0,3
France	0,0	1,0	3,4	0,5	-0,2	0,5	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,3
Italie	0,2	2,6	2,7	0,7	0,1	1,1	0,1	-0,4	-0,3	0,3	0,3	0,2
Espagne	-0,5	1,1	2,6	2,2	0,2	1,1	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
Royaume-Uni	-1,2	6,5	1,8	1,6	0,7	0,2	-0,2	-0,3	-0,3	0,4	0,3	0,3

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	-0,4	-0,4	0,2	0,8	1,2	2,3	2,9	2,6	2,4	2,2	2,0	1,8
Eurozone	1,1	1,8	2,8	4,6	6,1	8,0	9,2	9,5	8,4	7,3	6,5	4,7
Allemagne	1,7	2,2	3,5	5,4	6,1	8,2	9,1	10,9	10,2	9,6	8,8	6,1
France	1,0	1,8	2,2	3,3	4,2	5,9	6,6	6,4	6,4	5,1	4,8	4,4
Italie	0,8	1,2	2,1	3,8	6,0	7,4	9,0	9,4	7,8	7,5	5,7	4,4
Espagne	0,5	2,3	3,4	5,8	7,9	8,9	10,4	9,0	7,0	5,5	3,6	3,0
Royaume-Uni	0,6	2,1	2,8	4,9	6,2	9,2	10,0	9,9	9,2	6,4	5,2	4,1

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	3,6	3,7	3,9	4,1	4,2	4,2
Japon	2,7	2,9	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5
Eurozone	8,4	8,2	7,6	7,3	7,0	6,8	7,2	7,5	7,5	7,4	7,5	7,6
Allemagne	3,9	3,7	3,5	3,3	3,0	2,9	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
France	8,1	8,1	7,8	7,4	7,3	7,4	7,5	7,5	7,7	7,8	7,8	7,9
Italie	10,2	9,8	9,1	9,0	8,5	8,1	9,4	9,5	9,5	9,5	9,9	10,2
Espagne	15,6	15,5	14,6	13,5	13,3	12,7	13,3	13,8	13,4	12,7	13,2	13,2
Royaume-Uni	4,9	4,6	4,2	4,0	3,8	3,6	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,4

L'HORIZON ? SOMBRE MAIS SURTOUT INCERTAIN | 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	5,2	3,7	4,2	4,1	10,3	8,0	1,4	0,4
2022	3,2	3,9	1,9	2,8	6,5	7,2	0,0	0,7
2023	0,4	0,2	0,9	1,1	2,6	3,0	-0,1	0,6
T3 2022	0,1	0,1	0,2	0,2	1,0	1,0	0,0	0,6
T4 2022	-0,2	-0,4	0,2	0,0	0,5	0,6	-0,1	0,6
T1 2023	-0,1	-0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,0	0,6
T2 2023	0,2	0,1	0,2	0,3	0,6	0,7	0,0	0,6
Allemagne								
2021	2,6	0,4	3,8	1,0	9,5	8,9	0,7	0,6
2022	1,6	4,1	4,3	0,2	2,1	6,4	-1,8	0,3
2023	-0,4	-0,6	1,7	0,1	1,7	2,8	-0,5	0,0
T3 2022	-0,2	-0,2	0,3	0,1	0,8	1,2	-0,2	0,0
T4 2022	-0,4	-0,6	0,3	0,0	0,6	0,8	-0,1	0,0
T1 2023	-0,2	-0,3	0,3	0,1	0,3	0,5	-0,1	0,0
T2 2023	-0,1	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,5	-0,1	0,0
France								
2021	6,8	5,3	6,4	11,4	8,6	7,8	0,0	-0,3
2022	2,6	2,8	1,9	1,2	7,2	6,7	0,0	0,4
2023	0,6	0,7	0,2	0,4	2,7	1,9	0,2	-0,1
T3 2022	0,2	0,5	0,1	0,1	0,8	0,6	0,1	-0,2
T4 2022	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0
T1 2023	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,0	-0,1
T2 2023	0,2	0,2	0,1	0,2	0,8	0,6	0,0	-0,1
Italie								
2021	6,6	5,2	0,6	17,0	13,4	14,3	0,0	0,3
2022	3,4	3,7	-0,5	10,4	10,7	14,8	-1,0	0,3
2023	0,2	0,3	0,2	3,3	2,9	4,2	-0,4	-0,3
T3 2022	0,1	0,1	0,1	1,2	0,9	1,1	-0,1	-0,2
T4 2022	-0,4	-0,5	0,1	0,8	0,3	0,9	-0,2	-0,1
T1 2023	-0,3	-0,4	0,1	0,7	0,5	0,8	-0,1	-0,1
T2 2023	0,3	0,2	0,2	0,5	0,6	0,8	-0,1	0,1
Espagne								
2021	5,1	4,6	3,1	4,3	14,7	13,9	0,6	0,5
2022	4,5	2,9	-0,7	8,7	12,6	9,4	1,3	-0,1
2023	0,9	1,2	1,3	2,7	2,3	4,4	-0,6	0,0
T3 2022	0,3	0,2	0,5	1,0	1,0	1,5	-0,1	0,0
T4 2022	-0,1	-0,3	0,5	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,0
T1 2023	0,1	0,1	0,4	0,5	0,2	0,7	-0,2	0,0
T2 2023	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	1,0	-0,1	0,0
Portugal								
2021	4,9	4,5	4,1	6,6	13,1	13,1	-0,7	0,5
2022	6,5	4,7	2,0	4,1	17,5	11,6	1,9	0,3
2023	1,2	0,8	-0,6	5,6	4,7	5,0	-0,3	0,0
T3 2022	0,3	-0,4	0,3	2,4	1,0	0,9	0,0	0,0
T4 2022	0,2	0,1	0,2	2,0	0,4	1,0	-0,3	0,0
T1 2023	0,2	0,2	-0,3	1,7	1,0	1,4	-0,2	0,0
T2 2023	0,4	0,5	-0,4	1,7	1,1	1,3	-0,1	0,0
Pays-Bas								
2021	4,9	3,6	5,2	3,2	5,3	4,0	1,5	-0,2
2022	4,7	5,7	0,6	4,2	4,5	3,2	1,5	-0,2
2023	0,9	-0,3	0,7	1,9	2,4	2,1	0,5	0,0
T3 2022	0,3	0,2	0,1	0,2	1,0	1,0	0,1	0,0
T4 2022	-0,4	-1,4	0,1	0,2	1,0	1,0	0,1	0,0
T1 2023	-0,1	-0,6	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0
T2 2023	0,4	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
Royaume-Uni								
2021	7,5	6,2	12,6	5,6	-0,3	2,8	-1,0	0,9
2022	4,4	4,8	1,0	3,6	4,6	12,7	-2,5	2,6
2023	-0,2	-0,1	1,5	-3,4	1,2	-2,1	1,0	-0,7
T3 2022	-0,2	-0,2	0,5	-0,5	-1,0	-1,5	0,2	-0,3
T4 2022	-0,3	-0,3	0,5	-1,5	-1,0	-2,0	0,3	-0,4
T1 2023	-0,3	-0,2	0,5	-1,0	0,5	-0,8	0,4	-0,5
T2 2023	0,4	0,3	0,5	-1,0	0,5	0,8	-0,1	0,4

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

(b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		03-oct	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Etats-Unis	Fed funds	3,25	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25
	Sofr	2,98	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00
Japon	Call rate	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
	Tonar	-0,07	0,00	0,01	0,02	0,03	0,03
Zone euro	Dépôt	0,75	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25
	€str	0,64	1,94	2,20	2,20	2,21	2,21
	Euribor 3m	1,19	2,07	2,20	2,21	2,21	2,21
Royaume-Uni	Taux de base	2,25	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50
	Sonia	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Suède	Repo	1,75	2,25	2,50	2,75	2,75	2,75
Norvège	Deposit	2,25	2,75	3,00	3,00	3,00	3,00
Canada	Overnight	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00

Taux 10 ans		03-oct	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Etats-Unis		3,59	3,70	3,75	3,60	3,45	3,35
Japon		0,25	0,25	0,25	0,30	0,37	0,45
Zone euro (Allemagne)		1,89	1,90	2,05	2,10	2,00	1,90

Spread 10 ans / Bund		03-oct	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
France		0,61	0,65	0,70	0,65	0,60	0,55
Italie		2,33	2,60	2,60	2,50	2,40	2,30
Espagne		1,18	1,25	1,35	1,30	1,25	1,15

Asie		27-sept	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
Hong Kong	Taux de base	3,50	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50
Inde	Taux repo	5,90	6,40	6,75	7,00	7,00	7,00
Indonésie	BI rate	4,25	5,25	6,00	6,00	6,00	6,00
Corée	Taux de base	2,50	3,25	3,50	3,50	3,50	3,50
Malaisie	OPR	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,50
Philippines	Taux repo	4,25	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
Singapour	6M SOR	3,36	3,80	3,80	3,80	NA	NA
Taiwan	Redisc	1,63	1,75	1,88	1,88	1,88	1,88
Thaïlande	Repo	0,75	1,25	1,50	1,75	2,00	2,00
Vietnam	Refinancing rate	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Amérique Latine							
Brésil	Overnight/Selic	13,75	13,75	13,50	13,00	11,50	10,00
Mexique	Taux overnight	8,50	10,00	10,00	10,00	10,00	9,50
Europe Emergente							
Rép. tchèque	Repo 14 j.	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	6,50
Hongrie	Repo 2 sem.	13,00	13,75	13,75	13,75	13,75	11,00
Pologne	Repo 7 j.	6,75	7,00	7,00	7,00	7,00	6,25
Roumanie	Repo 2 sem.	5,50	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75
Russie	1W auction rate	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
Turquie	Repo 1 sem.	12,00	11,00	1,00	11,00	11,00	11,00
Afrique & Moyen-Orient							
Afr. du Sud	Repo	6,25	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
EAU	Repo	2,90	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Arabie Saoudite	Repo	3,00	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25

TAUX DE CHANGE

Taux de change USD

Pays industrialisés		26-sept.	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Euro	EUR/USD	0,96	0,97	0,99	1,01	1,05	1,07
Japon	USD/JPY	144	147	140	138	135	132
Royaume-Uni	GBP/USD	1,08	1,11	1,14	1,17	1,22	1,26
Suisse	USD/CHF	0,99	0,98	0,97	0,96	0,93	0,93
Canada	USD/CAD	1,37	1,35	1,32	1,29	1,26	1,23
Australie	AUD/USD	0,65	0,65	0,68	0,72	0,76	0,78
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,57	0,58	0,60	0,64	0,68	0,70

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		26-sept.	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Japon	EUR/JPY	139	143	139	139	142	141
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,89	0,87	0,87	0,86	0,86	0,85
Suisse	EUR/CHF	0,96	0,95	0,96	0,97	0,98	1,00
Suède	EUR/SEK	10,90	11,00	10,80	10,50	10,20	10,00
Norvège	EUR/NOK	10,36	10,40	10,20	10,00	9,70	9,50

Asie		26-sept.	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Chine	USD/CNY	7,15	7,15	7,02	6,92	6,85	6,80
Hong Kong	USD/HKD	7,85	7,85	7,84	7,83	7,83	7,82
Inde	USD/INR	81,52	82,00	80,00	79,00	78,00	76,00
Indonésie	USD/IDR	15 125	15 300	15 000	14 800	14 700	14 500
Malaisie	USD/MYR	4,60	4,62	4,52	4,45	4,40	4,35
Philippines	USD/PHP	59,0	59,0	58,0	57,6	57,0	55,5
Singapour	USD/SGD	1,43	1,43	1,40	1,38	1,37	1,35
Corée du Sud	USD/KRW	1425	1430	1390	1350	1330	1310
Taiwan	USD/TWD	31,8	32,2	31,8	31,5	31,2	31,0
Thaïlande	USD/THB	37,9	37,5	36,3	35,8	35,0	34,5
Vietnam	USD/VND	23 715	24 000	23 600	23 400	23 300	23 200
Amérique latine							
Brésil	USD/BRL	5,36	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Mexique	USD/MXN	20,30	21,00	21,50	21,00	20,50	20,25
Afrique							
Afrique du Sud	USD/ZAR	18,05	18,00	18,00	17,50	16,50	16,50
Europe émergente							
Pologne	USD/PLN	4,92	5,05	4,95	4,80	4,48	4,35
Russie	USD/RUB	57,13	62,00	64,00	66,00	68,00	70,00
Turquie	USD/TRY	18,45	19,00	19,50	20,00	20,50	21,00
Europe centrale							
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,66	25,00	24,90	24,85	24,75	24,70
Hongrie	EUR/HUF	408	415	412	408	400	390
Pologne	EUR/PLN	4,75	4,90	4,90	4,85	4,70	4,65
Roumanie	EUR/RON	4,94	4,95	4,95	4,94	4,92	4,90

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		3-oct	2022	2023			
			T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	90	106	100	110	100	105

Prix moy. du trim.		3-oct	2022	2023			
			T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 691	1 600	1 650	1 700	1 750	1 800

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
États-Unis	-10,8	-4,3	-4,0	99,6	97,8	99,5
Japon	-6,4	-7,4	-3,5	242,3	244,4	244,2
Zone euro	-5,2	-4,1	-3,8	95,7	93,8	94,3
Allemagne	-3,7	-3,8	-3,2	69,3	69,7	71,0
France	-6,5	-5,0	-5,3	112,8	111,7	112,0
Italie	-7,2	-6,5	-6,2	150,8	148,4	150,0
Espagne	-7,0	-4,8	-4,4	119,5	117,5	117,6
Pays-Bas	-2,5	-1,6	-1,5	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	184,7	178,3
Irlande	-1,9	2,5	1,6	56,0	45,3	41,5
Portugal	-2,8	-1,7	-1,0	127,4	118,5	118,3
Royaume-Uni	-8,3	-7,3	-9,0	102,8	101,1	105,2

Achevé de rédiger le 4 octobre 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
Sofia TOZY – Italie
Philippe VILAS-BOAS – Allemagne, Autriche, Pays-Bas
Nicholas VAN NESS – États-Unis

Secteurs d'activité

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz

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 :** 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](#)