



ZONE EURO SCÉNARIO 2022-2023

UN CHOC DE COMPÉTITIVITÉ IMMÉDIAT, DURABLE ET DOUBLEMENT ASYMÉTRIQUE

Octobre 2022

Paola Monperrus-Veroni

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

1 | SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION

4 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

5 LE SCÉNARIO DE STRESS GAZIER

6 LE POLICY-MIX

UN CHOC STRUCTUREL DE COMPÉTITIVITÉ QUI AFFECTE LA CROISSANCE POTENTIELLE

Le conflit russo-ukrainien et la crise énergétique désordonnée qu'il a occasionnée imposent à la zone euro un choc structurel de compétitivité : un choc immédiat, mais aussi durable, et doublement asymétrique. Il affecte en effet, par nature, davantage l'Europe que les autres économies avancées, mais affecte aussi de façon différenciée les pays européens. L'évaluation de ce choc intègre, en premier lieu, 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 un approvisionnement limité en gaz russe (se stabilisant aux niveaux observés en juillet dernier) et un prix du gaz durablement supérieur à 200 euros par mégawatt/heure (MWh). Ce coût peut ainsi, grossièrement, être estimé à 6 points de PIB en 2022 et à 3 points de PIB supplémentaires en 2023.

L'impact sur l'économie de la zone euro s'est déjà déployé comme en témoignent les révisions successives à

la baisse de nos prévisions de croissance depuis le mois de mars. **Le niveau attendu du PIB de la zone euro à la fin de 2023 est de 3,2% inférieur au niveau prévu dans notre scénario de décembre 2021, avant l'invasion de l'Ukraine.**

L'économie de la zone euro a pris un tournant au milieu de l'année. Le premier semestre a connu une croissance soutenue bénéficiant du rebond *post*-Omicron et profitant d'une forte consommation dans les services, 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% à la fin du premier semestre : cela justifie la **révision à la hausse de notre prévision de croissance pour 2022 de 2,5% (juillet 2022) à 3,2%**. Mais, **la zone euro a expérimenté cet été la matérialisation d'une offre bien plus limitée de gaz russe, la forte accélération des prix et la diffusion progressive 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.

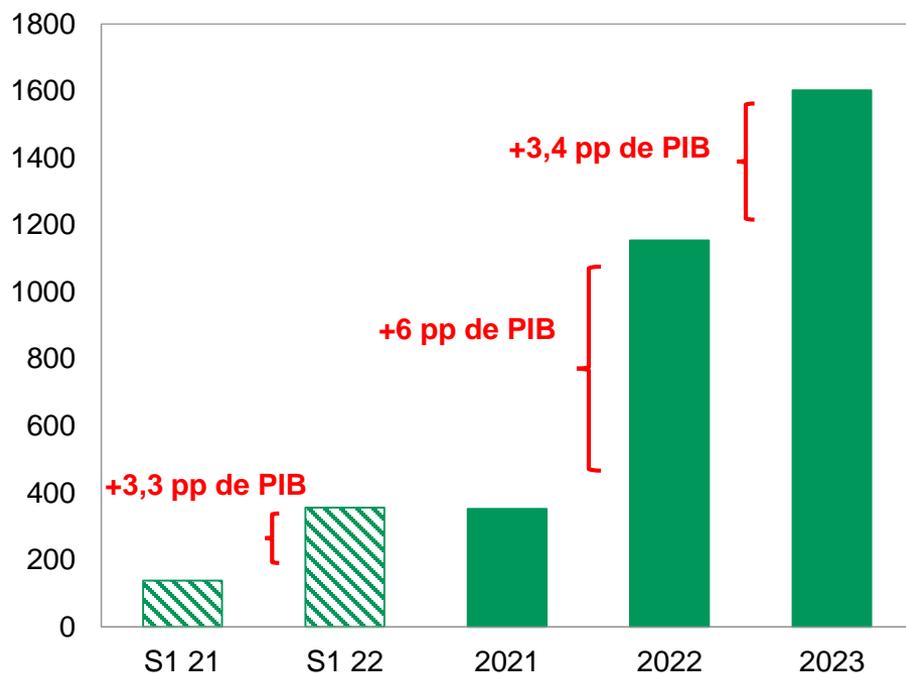
La principale inquiétude se déplace de l'impact de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages aux risques sur la rentabilité des entreprises, mais aussi sur les contraintes opérationnelles des entreprises, confrontées à une offre plus limitée d'énergie, des coûts en hausse et des conditions financières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

UN PUISSANT CHOC DE COMPÉTITIVITÉ

QUI IMPACTE LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À MOYEN TERME

Un choc de compétitivité : hausse de la valeur des importations d'énergie

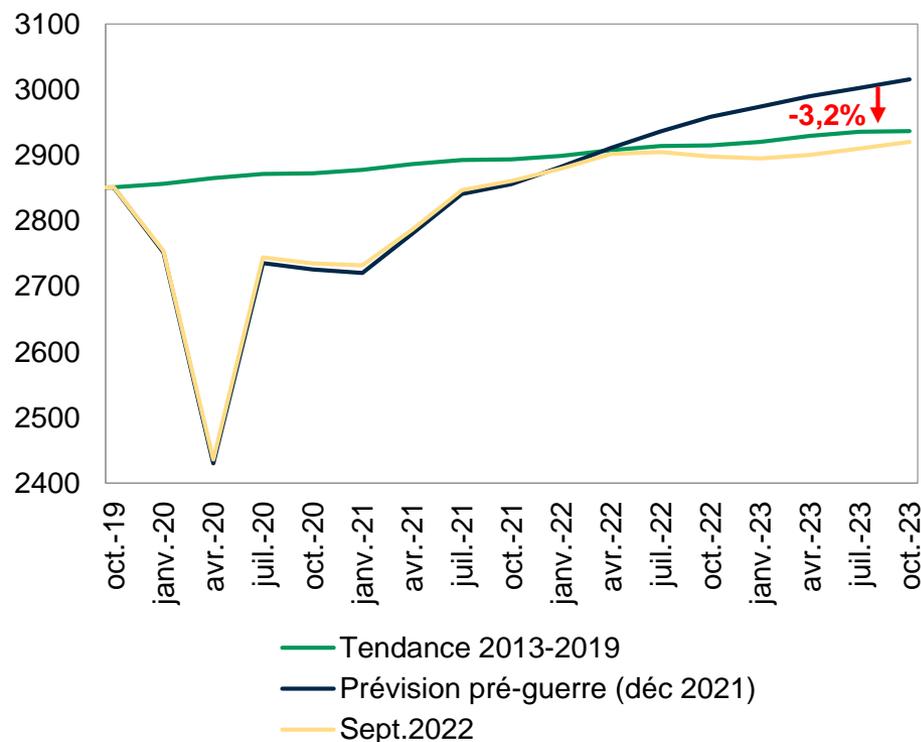
€ Mds



Sources :Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Une hypothèque sur la croissance de moyen terme

€ Mds



Sources :Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION

4 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

5 LE SCÉNARIO DE STRESS GAZIER

6 LE POLICY-MIX

ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

OCTOBRE ROUGE

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

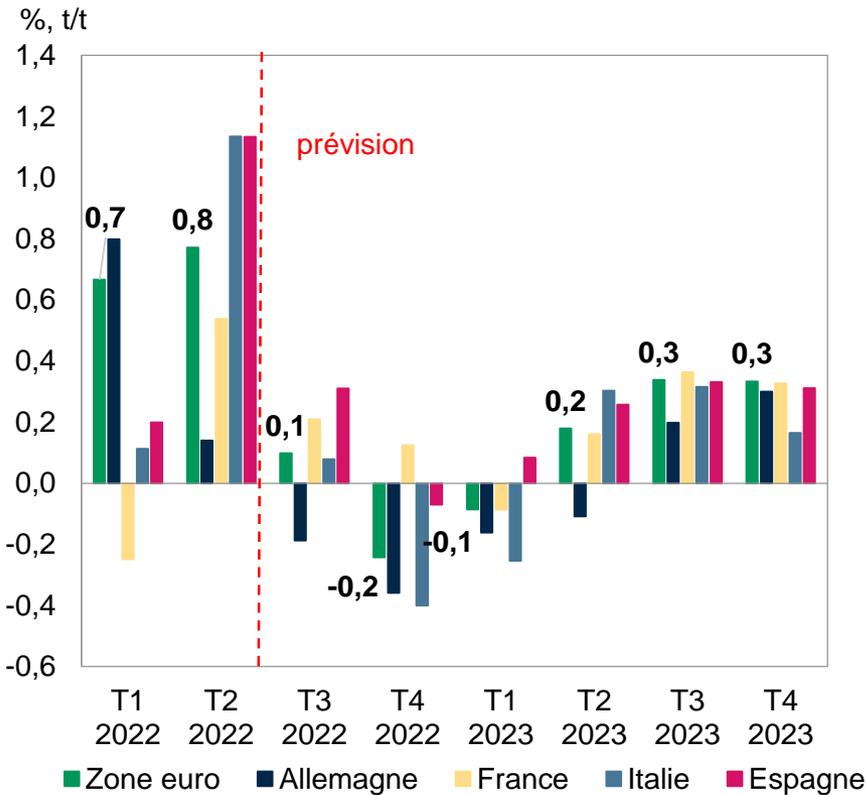
Si, au troisième trimestre 2022, la croissance est encore soutenue par l'activité dans les services et le tourisme, **le quatrième trimestre devrait en revanche être marqué par un recul du PIB susceptible de se poursuivre au premier trimestre 2023.**

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.**

UNE RÉCESSION MODÉRÉE AU TOURNANT DE L'ANNÉE

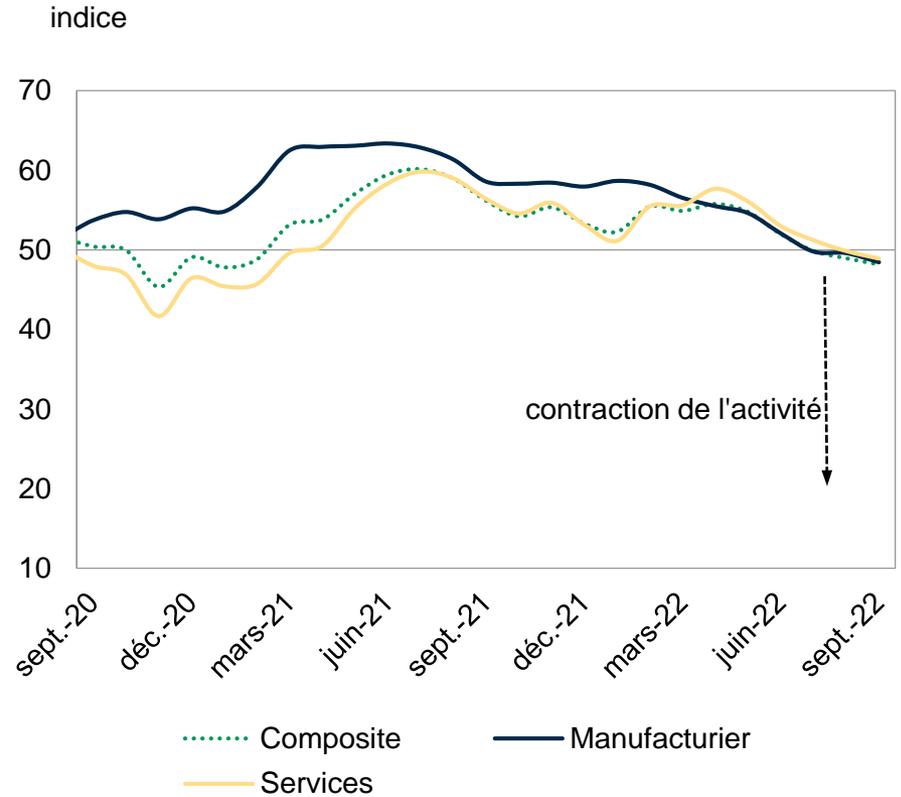
UN NET AFFAIBLISSEMENT DU CYCLE DÉJÀ VISIBLE

Croissance du PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Les enquêtes signalent une contraction de l'activité



Sources : PMI Markit, Crédit Agricole SA / ECO

HORS L'EFFET D'ACQUIS, LA CROISSANCE EST PRESQUE NULLE ET INFÉRIEURE AU POTENTIEL

Prévisions de croissance	Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)			
	2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
Zone euro	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,1	2,0	2,2	0,5	0,7	0,8	0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	-6,2	5,2	3,2	0,4
Consommation des ménages	-2,1	3,7	4,4	0,0	0,0	1,3	0,1	-0,4	-0,2	0,1	0,3	0,3	-7,8	3,7	3,9	0,2
Consommation publique	-0,2	1,9	0,1	0,7	0,2	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,0	4,2	1,9	0,9
FBCF totale	-2,0	1,6	-0,6	3,7	-0,8	0,9	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	-6,6	4,1	2,8	1,1
Exportations de B&S	0,6	2,5	2,3	2,4	1,2	1,3	1,0	0,5	0,4	0,6	0,7	0,8	-9,3	10,3	6,5	2,6
Importations de B&S	-1,0	3,0	2,1	4,7	-0,2	1,8	1,0	0,6	0,5	0,7	0,8	0,8	-8,8	8,0	7,2	3,0
Variations de stocks, en % du PIB	0,8	0,3	0,1	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	-1,6	2,7	2,1	0,9	-0,2	1,0	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	-5,4	3,8	3,0	0,5
Variations de stocks	0,7	-0,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	-0,1
Commerce extérieur	0,8	-0,1	0,2	-0,9	0,7	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	1,4	0,0	-0,1
Prix à la consommation	1,1	1,8	2,8	4,6	6,1	8,0	9,2	9,6	8,5	7,4	6,2	4,7	0,3	2,6	8,3	6,7
Taux de chômage	8,2	8,1	7,5	7,1	6,8	6,7	7,2	7,4	7,4	7,3	7,4	7,5	8,0	7,7	7,0	7,4

	Taux trimestriel (t/t, %)												Taux annuel (a/a, %)			
	2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Zone euro	-0,1	2,0	2,2	0,5	0,67	0,8	0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	-6,2	5,2	3,2	0,4
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	-4,1	2,6	1,6	-0,4
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	-7,9	6,8	2,6	0,6
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	-9,1	6,6	3,4	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	-10,8	5,1	4,5	0,9
Pays-Bas	0,1	3,8	1,5	0,7	0,5	2,6	0,3	-0,4	-0,1	0,4	0,4	0,3	-3,9	4,9	4,7	0,9
Belgique	1,3	1,7	2,1	0,4	0,5	0,3	0,2	-0,4	-0,1	0,2	0,3	0,3	-5,7	6,2	2,5	0,1
Irlande	9,0	1,9	4,4	-1,9	6,2	1,8	0,6	-1,0	0,4	0,8	1,3	1,3	5,6	13,4	9,0	2,0
Portugal	-2,9	4,4	2,7	1,7	2,5	0,0	0,3	0,2	0,2	0,4	0,7	0,5	-8,4	4,9	6,5	1,2
Grèce	3,2	1,5	2,4	0,9	2,9	1,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,6	-8,7	8,0	6,2	1,1
Finlande	-0,2	1,6	0,9	0,7	0,5	0,9	0,3	-0,8	-0,5	0,3	0,4	0,4	-2,2	3,0	2,5	-0,3
Luxembourg	2,1	0,8	0,9	1,0	1,2	0,5	1,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	-1,8	6,9	3,8	1,9
Autriche	-0,8	4,4	3,7	-0,9	1,9	1,5	-0,2	-0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-6,9	4,8	5,1	0,9
Slovénie	1,6	2,0	1,3	5,2	0,7	0,9	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,2	-4,8	8,1	6,5	0,4
Malte	4,4	0,0	3,7	3,1	1,0	0,8	0,3	-0,2	-0,2	0,4	0,4	0,4	-8,2	10,2	6,0	0,7

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 | FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION

4 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

5 LE SCÉNARIO DE STRESS GAZIER

6 LE POLICY-MIX

LA NATURE DE L'INFLATION

LA RÉCESSION, UN AGENT DÉSinFLATIONNISTE FIABLE

Depuis son retour, lors de la réouverture post-pandémique de l'économie, l'inflation mondiale a été alimentée par deux forces : un excès de demande et une insuffisance de l'offre.

L'excès de demande est particulièrement visible dans l'inflation américaine où le plan de relance massivement orienté au soutien de la consommation a généré une très forte dépense en biens. Cela a concentré sur le continent nord-américain l'encore faible offre mondiale, contrainte par les mesures sanitaires en Asie. **Le détournement vers les États-Unis des flux de fret mondiaux et les embouteillages dans les ports américains ont privé l'Europe de la disponibilité de biens intermédiaires en provenance d'Asie et ont augmenté les coûts de transport.**

Malgré une demande intérieure encore inférieure au T2 2022 à son niveau d'avant la Covid, la zone euro a connu un flambée de l'inflation. Cette inflation était perçue comme temporaire devant s'estomper avec la normalisation de l'offre. D'autant plus qu'en zone euro le marché du travail ne présentait pas, contrairement aux États-

Unis, les conditions pour un enclenchement d'une spirale prix-salaires rendant l'inflation plus permanente. Le taux d'activité avait retrouvé son niveau d'avant la crise et la demande de travail soutenue par la réouverture de l'économie s'accompagnait d'une offre de travail tout aussi dynamique. Des tensions étaient présentes dans certains secteurs mais y restaient localisées.

La réduction de l'offre de gaz russe depuis l'automne 2021 et l'invasion russe en Ukraine a changé la donne. Un nouveau choc d'offre plus durable s'est greffé sur le déséquilibre initial. La contribution de la hausse des prix de l'énergie à l'inflation de la zone euro est de 40%. Celle des biens alimentaires de 23%. La diffusion aux autres biens et aux services est en cours. Désormais plus de 60% des composantes de l'indice des prix à la consommation présentent une inflation supérieure à 3%. Face à cette inflation qui s'annonce plus persistante, la BCE a adopté une stratégie plus agressive. Sachant qu'elle ne peut pas plier l'inflation énergétique importée, elle peut au moins comprimer l'inflation

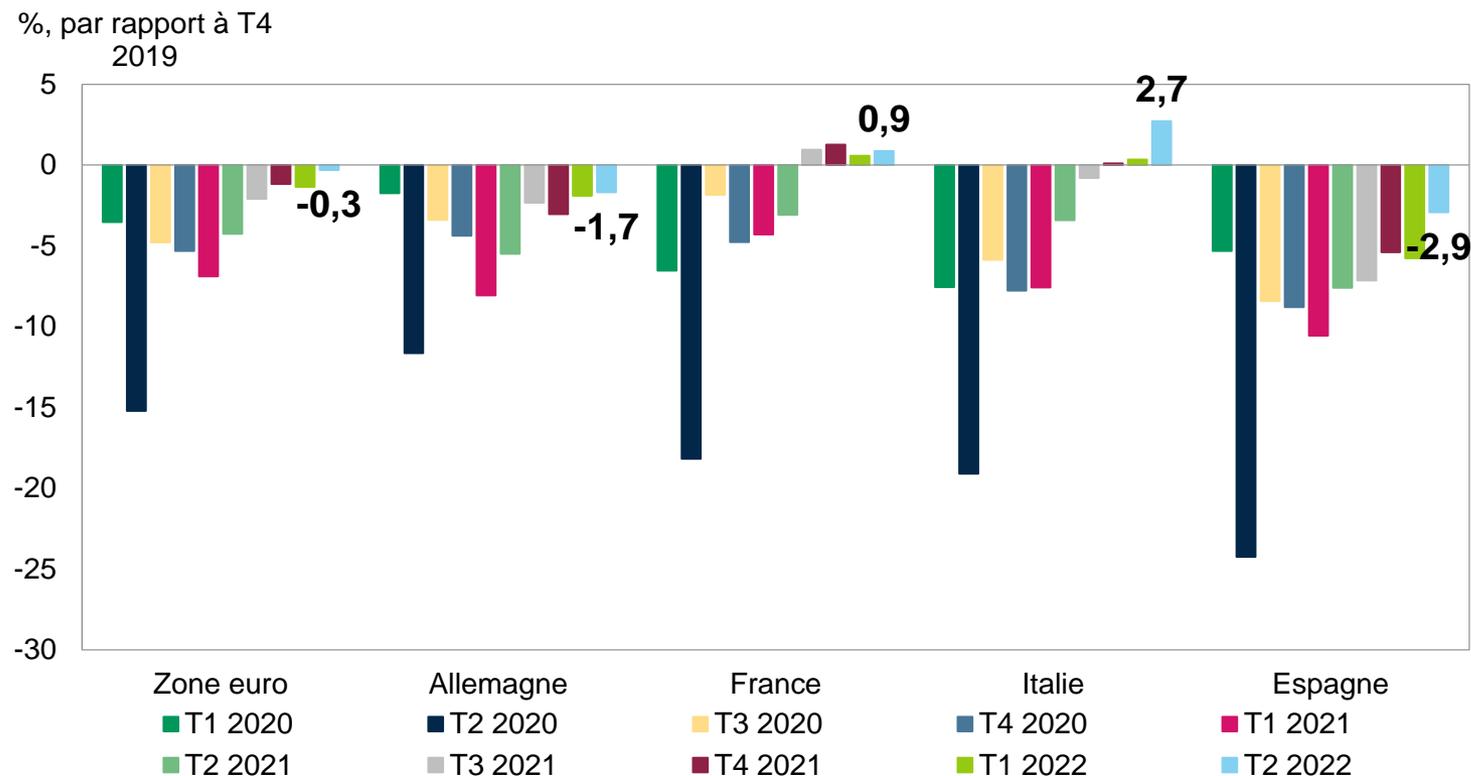
engendrée par la demande. Sur une inflation de 5,6% pour les biens industriels non-énergétiques 1,7 point serait expliqué par la demande, le reste par le choc d'offre. L'objectif est donc de réduire la première quitte à sacrifier la croissance. **L'affaiblissement de la demande domestique et étrangère, et la conséquence de la moindre sollicitation de l'offre permettent déjà de desserrer les contraintes** sur les chaînes de la valeur : **les délais de livraison dans l'industrie de la zone euro se sont déjà raccourcis et les prix du fret réduits.**

Dans le court terme, l'effet de la diffusion de l'inflation énergétique aux autres composantes de l'indice des prix va dominer, mais début 2023 l'effet de l'affaiblissement de la demande va prendre le dessus. Aussi malgré un prix du gaz encore élevé en moyenne sur l'année 2023 (225€/mwh), sa contribution à l'inflation sera moindre qu'en 2022. C'est sur la prépondérance de ces deux derniers effets que table **notre scénario qui retient une baisse de l'inflation en 2023 (à 6,7%, après 8,3% en 2022).**

PEU D'INFLATION TIRÉE PAR LA DEMANDE

PAS D'EXCÈS DE DEMANDE

Demande intérieure : écart au niveau pré-crise

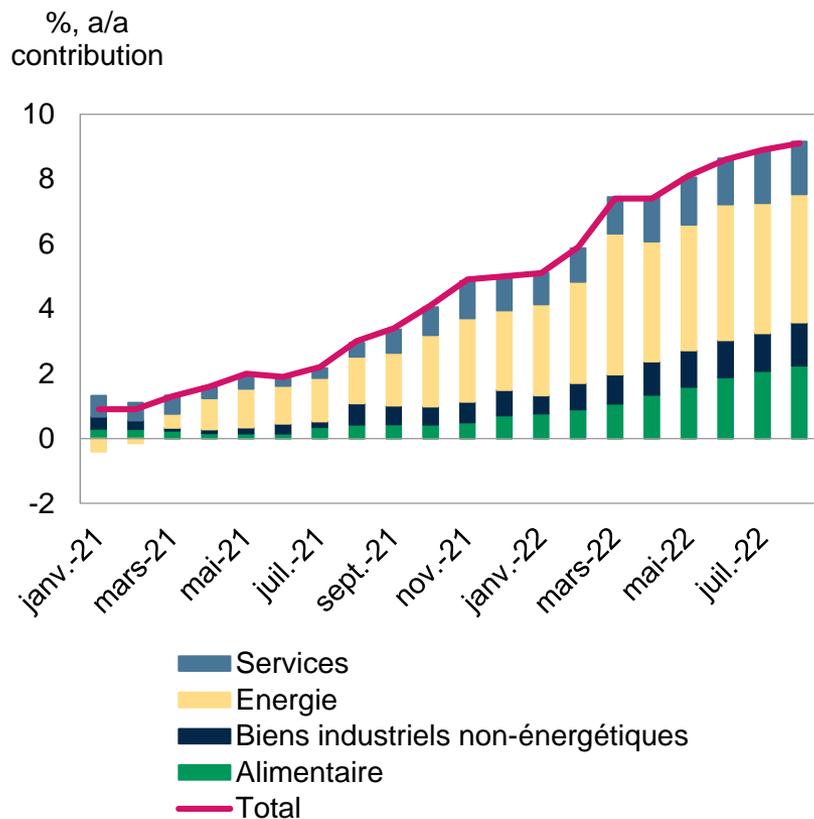


Sources: Eurostat, Crédit Agricole S.A.

UN CHOC D'OFFRE QUI DOMINE LES TENSIONS SUR LES PRIX

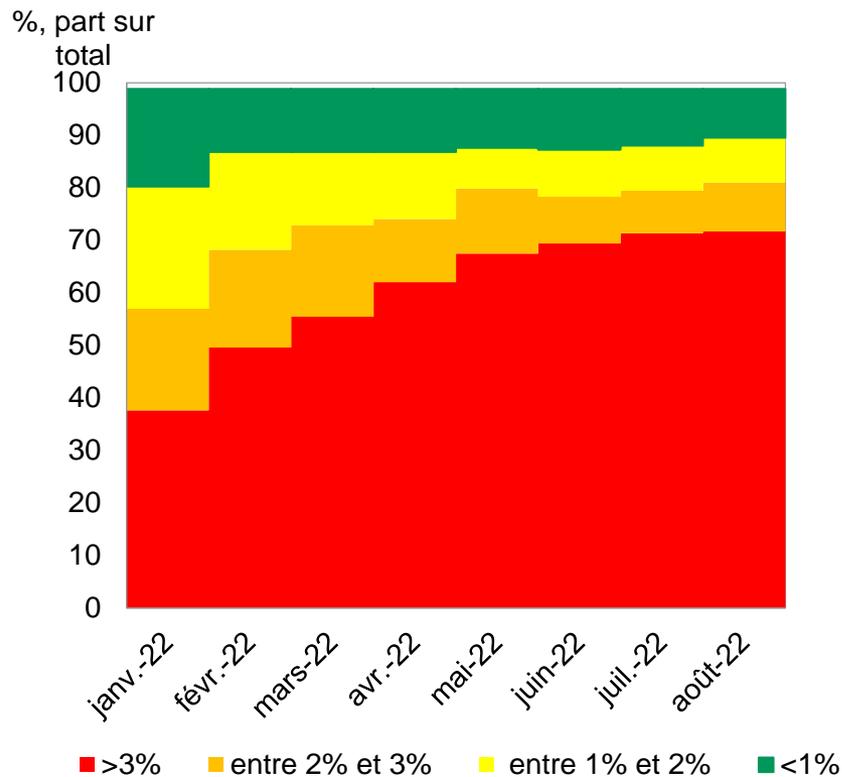
MAIS QUI SE DIFFUSE DE PLUS EN PLUS

Contributions à l'inflation : énergie et alimentaire dominant



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Diffusion de la hausse des prix : inflation par composant de l'indice des prix

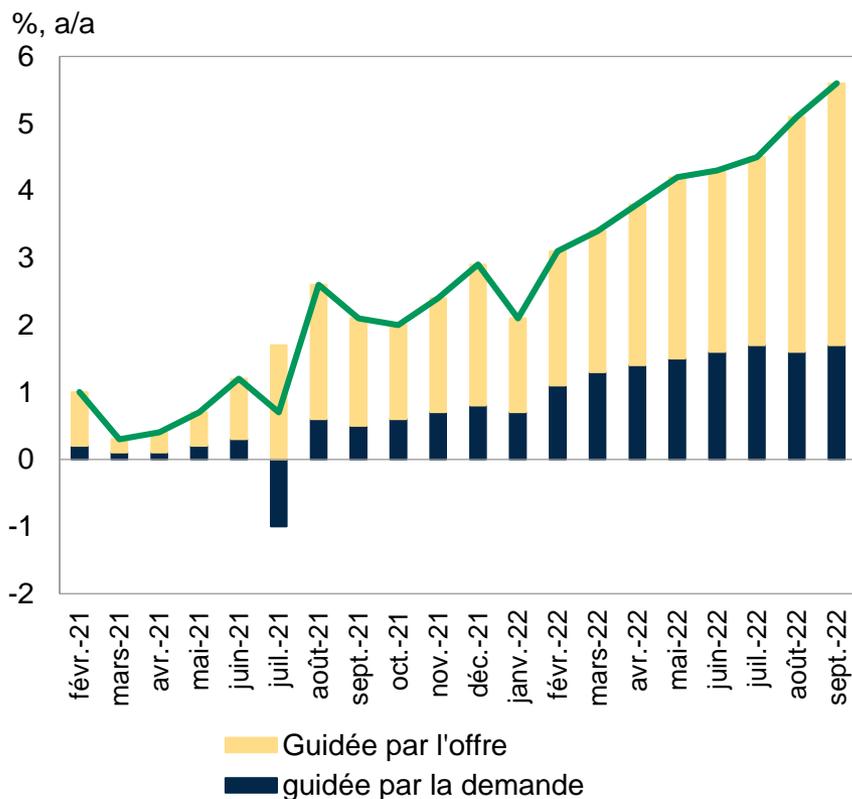


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

LA RÉCESSION : UN PUISSANT AGENT DÉSINFLATIONNISTE

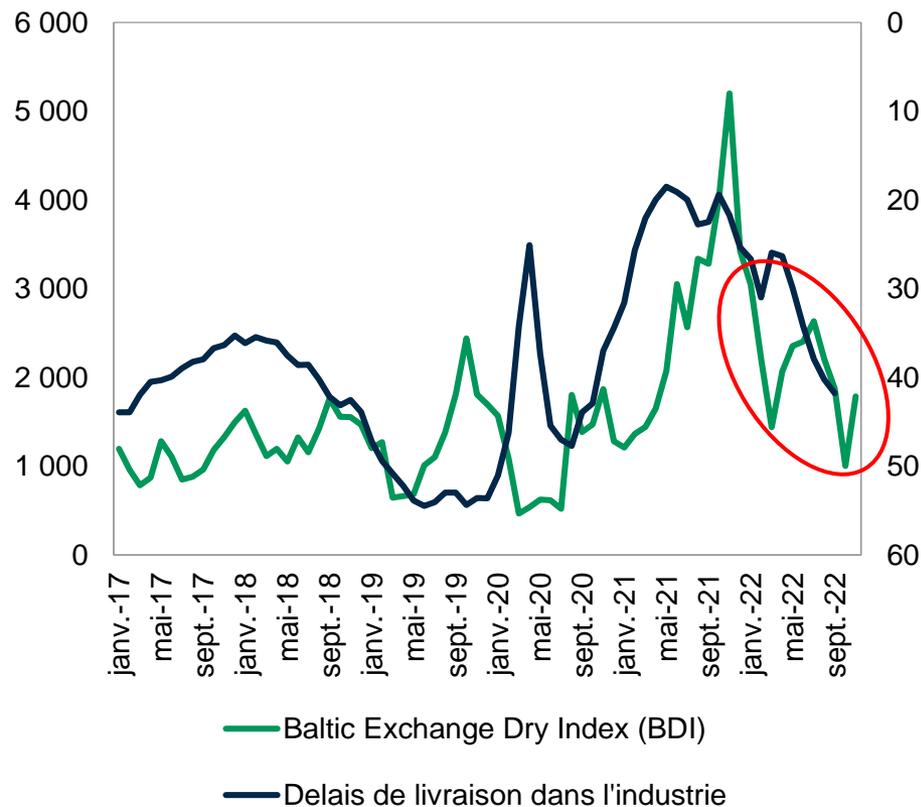
L'INFLATION TIRÉE PAR LA DEMANDE POURRAIT S'ESOUFLER

Décomposition du choc d'inflation : principalement un choc d'offre



Sources : BCE, Crédit Agricole SA / ECO

Moins de demande, moins de tensions sur les approvisionnements



Sources : Datastream, PMI Markit, Crédit Agricole SA / ECO

LA NATURE DE L'INFLATION

DEUX COUPE-CIRCUITS IMPORTANTS

Condition nécessaire pour que l'inflation reste transitoire, bien que plus persistante qu'initialement anticipé, est d'éviter l'enclenchement de la spirale prix-salaires.

Les salaires issus des négociations en zone euro ont montré quelque signe d'accélération mais font encore état de dynamiques contenues, affectées principalement par des revalorisations du salaire minimum. L'indice des salaires négociés a progressé au rythme de 2,4% au T2 2022 dans la zone euro et en Espagne et au rythme de 1% en Italie. En Allemagne, où nous disposons déjà du T3 2022, la progression est de 2% (1,4% hors primes). Le ralentissement prévu de l'activité devrait ramener les considérations de préservation de l'emploi en tête des priorités, notamment pour les secteurs les plus affectés par la crise de l'énergie. Les négociations peuvent viser à rattraper la perte passée de pouvoir d'achat, ce qui peut aussi passer par des hausses des primes ou alors viser à compenser une inflation anticipée durablement plus élevée et donc enclencher une spirale prix-salaire.

Il est donc essentiel d'éviter que les anticipations s'ancrent sur une inflation durablement très élevée. C'est l'objectif principal de la BCE d'éviter ce désancrage par une politique monétaire plus agressive envoyant donc le signal d'une intolérance au dérapage de l'inflation.

Si le salaire effectif s'est maintenu sur une dynamique plus soutenue que le salaire négocié, c'est principalement par l'effet des primes visant à rattraper la faible croissance des années Covid et par l'effet de la hausse des heures travaillées. Le processus de normalisation des heures travaillées étant achevé, cette dérive salariale devrait se réduire et ramener la progression du salaire effectif plus en ligne avec celui issu des négociations.

Un autre coupe-circuit important est constitué par le découplage du prix de l'électricité du prix du gaz. Dans l'Union européenne, le prix de l'électricité est fixé sur le coût marginal de la dernière production ayant satisfait l'ordre d'appel pour répondre à la demande.

Après avoir répondu à la demande avec les productions moins chères (renouvelables), on met en production au fur et à mesure les productions les plus chères dont le gaz. C'est donc ce dernier qui fixe aujourd'hui le prix de l'électricité. **Ce mécanisme fait qu'aujourd'hui la hausse du prix du gaz se transfère automatiquement aux différentes composantes de l'indice des prix. Couper ce mécanisme serait une avancée considérable pour limiter la diffusion de l'inflation et donc sa persistance.**

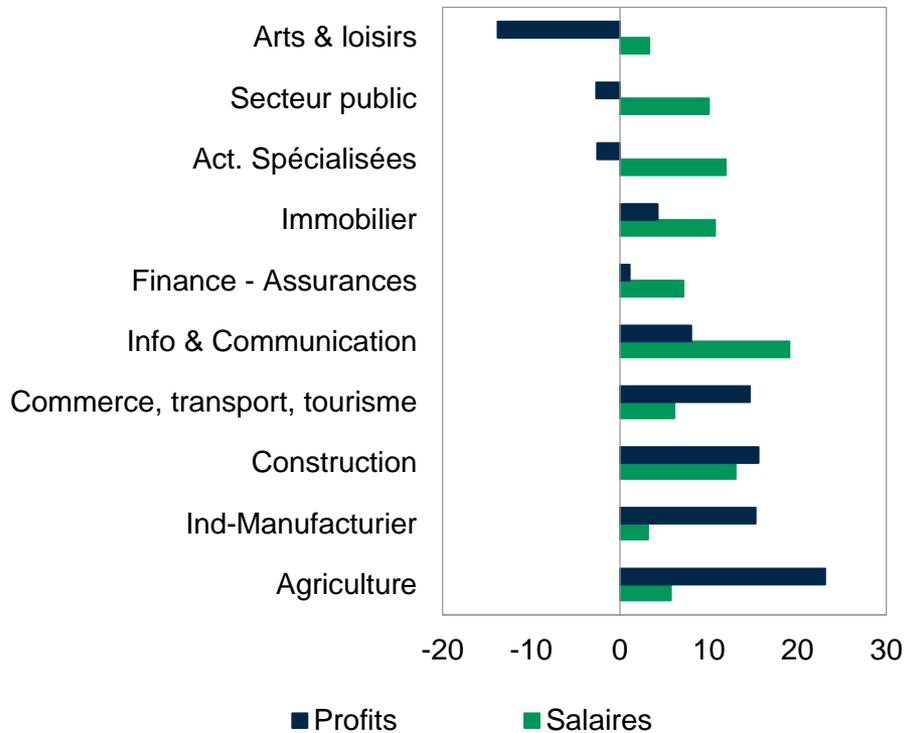
Notre prévision table sur un prix du gaz durablement élevé dans le moyen terme. On estime que l'offre mondiale de GNL resterait contrainte jusqu'en 2025 par des capacités d'extraction et de liquéfaction limitées. Avec un marché mondial qui devra faire l'impasse d'une partie importante de l'offre de gaz russe et l'arrivée de l'Europe en tant qu'acheteur majeur sur le marché du GNL.

LES EFFETS DE SECOND TOUR

PEU VISIBLES À CE STADE

Des augmentations des salaires mais aussi des profits

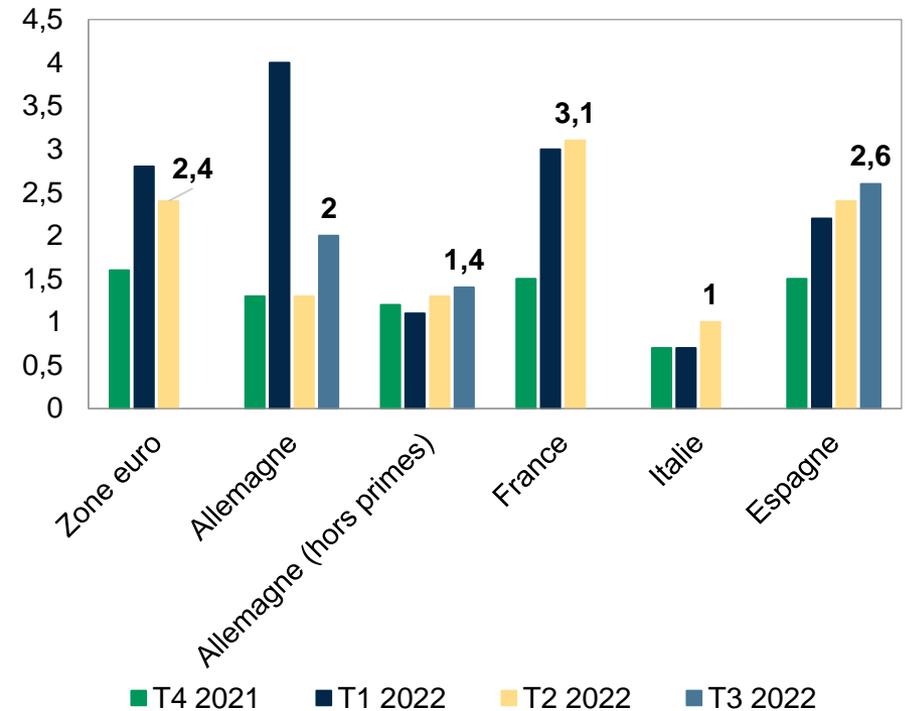
%, par rapport au T4 2019



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Salaires négociés : loin d'avoir rattrapé l'inflation

%, a/a



Sources : Dares, Destatis, BCE, Istat, Ministerio de Trabajo, Crédit Agricole SA / ECO

LES PRIX DE L'ÉLECTRICITÉ SOUS TENSION

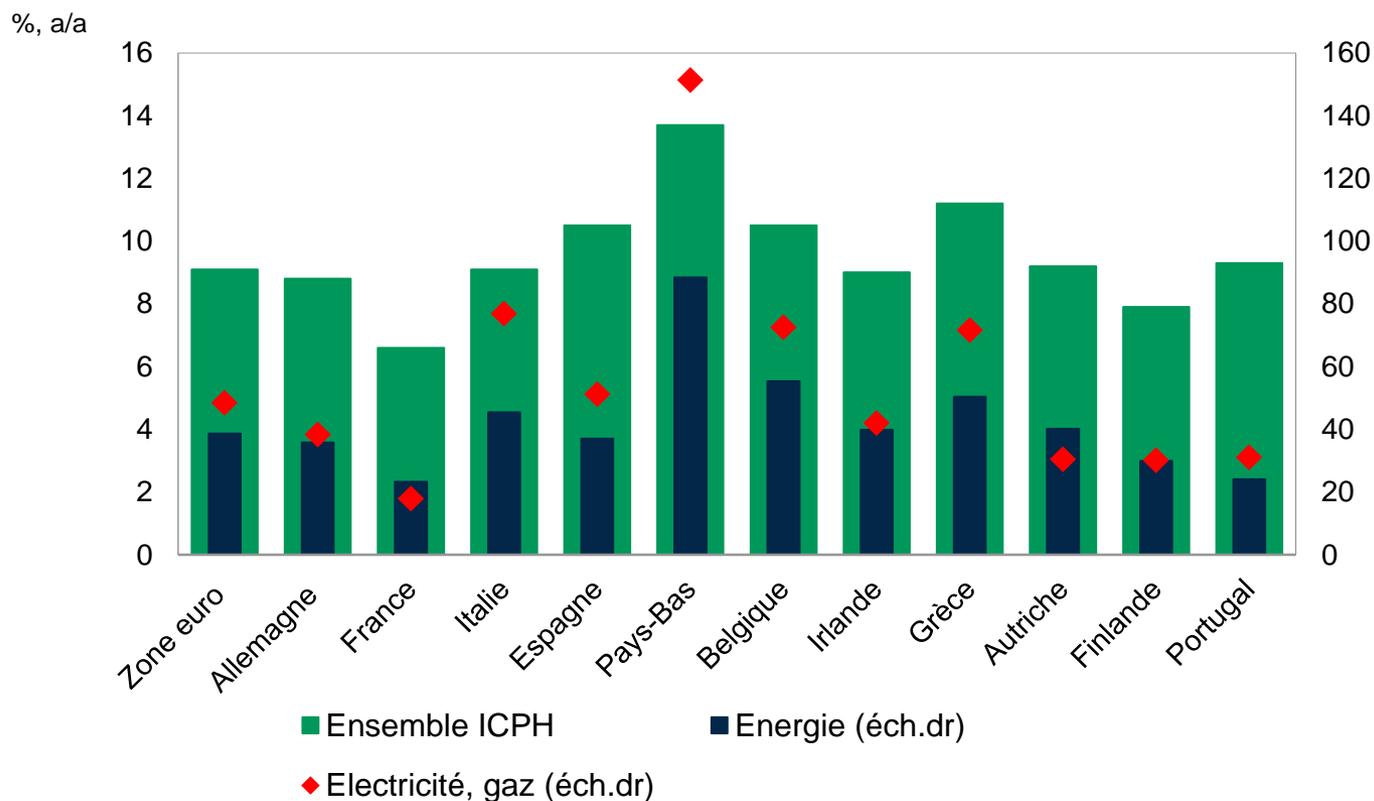
PAY-AS-CLEAR : COÛTS RÉELS DES PRODUCTEURS ET PRIX DE MARCHÉ

Volume de production et ordre d'appel	Coût marginal de production	
100 Gw	• Gaz >70€	Si demande >80 GW prix = prix du gaz
80 Gw	• Charbon 55€	
60 Gw	• Nucléaire 30€	
40 Gw	• Hydro 15€	
30 Gw	• Solaire/Eolien 0€	

L'INFLATION DES BIENS ÉNERGÉTIQUES

DU GAZ NATUREL À L'ENSEMBLE DE L'ÉNERGIE

Electricité, gaz et autres combustibles : des taux d'inflation différents



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

À COURT TERME : L'INFLATION PEUT BAISSER

POUR ET CONTRE



Cible d'inflation

Baisse de la demande mondiale

Dénouement des tensions sur les approvisionnements hors énergie

Moindre contribution de la hausse du prix du gaz



Propagation de l'inflation énergétique aux autres composants

À MOYEN TERME : LES TENSIONS SUR LES PRIX DES ÉNERGIES FOSSILES PERDURENT

Offre de GNL des USA et du Qatar contrainte jusqu'en 2025

Infrastructures de régazification insuffisantes

Capacité des gazoducs d'Europe du Nord à leur maximum

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME

3 FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION

4 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

5 LE SCÉNARIO DE STRESS GAZIER

6 LE POLICY-MIX

LA LOGIQUE DU SCÉNARIO

UNE RÉCESSION MODÉRÉE ET UNE LENTE DIGESTION DU CHOC

Nous avons « relégué » le scénario d'atterrissage plus brutal à un scénario adverse. **L'économie de la zone euro peut, en effet, encore s'appuyer sur des créations d'emplois 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 plus touchées par la hausse des coûts ou le rationnement constitueront un frein à la montée du taux 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'acti-

vités insuffisamment rentables en raison de la remontée des coûts.

Dessiner un scénario de récession certes, mais qui reste très modérée, ne requiert pas de recourir à une pensée magique. 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 la valeur. La récession peut et va se révéler comme un acteur désinflationniste assez fiable.

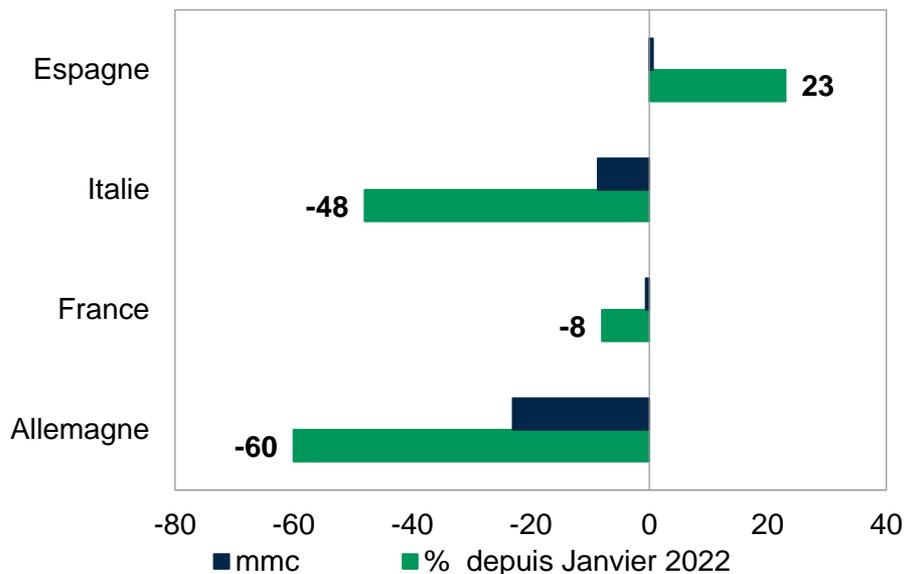
Seule une partie du choc de compétitivité va être immédiatement visible et se traduire par un taux de croissance plus faible. Le « solde » sera progressivement absorbé, suscitant une dégradation de la situation économique et financière des agents économiques et de la position extérieure de la zone.

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 encore reposer sur le relais qu'offrent les plans nationaux et européens dans les transitions énergétique et digitale.

L'IMPOSSIBILITÉ DE SUBSTITUER LES FLUX RUSSES

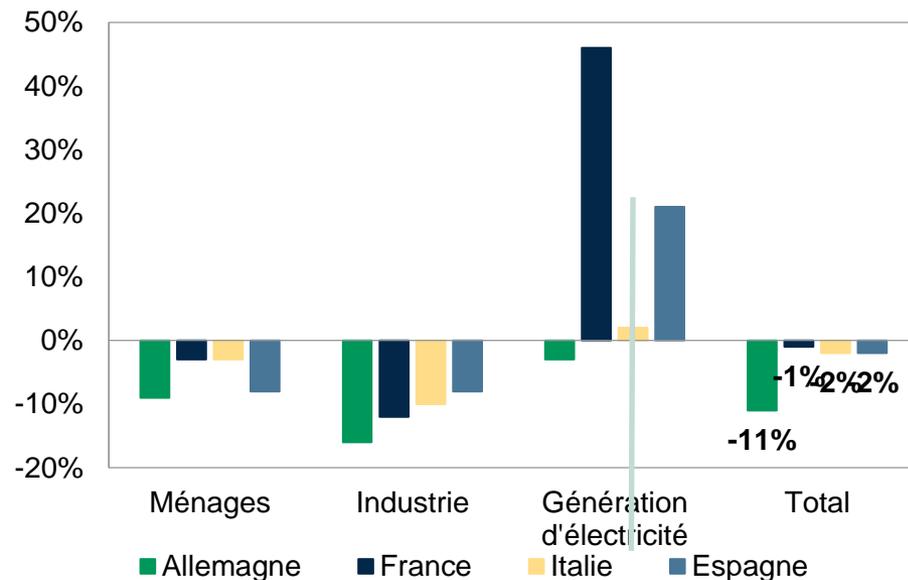
LA VOLONTÉ DE L'UE DE RÉDUIRE LA DEMANDE DE 15% PAR DES RATIONNEMENTS VOLONTAIRES

Réduction des importations de gaz russe



Sources : SNAM, Enagas, Bruegel, Crédit Agricole SA / ECO

Réduction de la demande de gaz depuis janvier 2022



Sources : Bruegel, Crédit Agricole SA / ECO

- *Substitution des sources d'approvisionnement* : importations de GNL, hausse « limitée » des livraisons de gaz en provenance d'autres producteurs (Norvège, Azerbaïdjan...). La part du gaz russe dans nos importations de gaz est passée de 40% à 9%.
- *État des stocks* : actuellement > 80% de remplissage des réserves de gaz. En important 3 milliards de m³ supplémentaires, la France pourrait terminer l'hiver avec des stocks supérieurs à 30%.

- L'Allemagne sans nouveau terminal, serait obligé de réduire sa consommation de 15% pour finir l'hiver avec des stocks à 35%.
- Envolée des prix et choc de pouvoir d'achat atténué par des mesures de soutien, les mesures de sobriété énergétique suffisent, possibles arrêts volontaires de production mais pas de rationnement contraint.

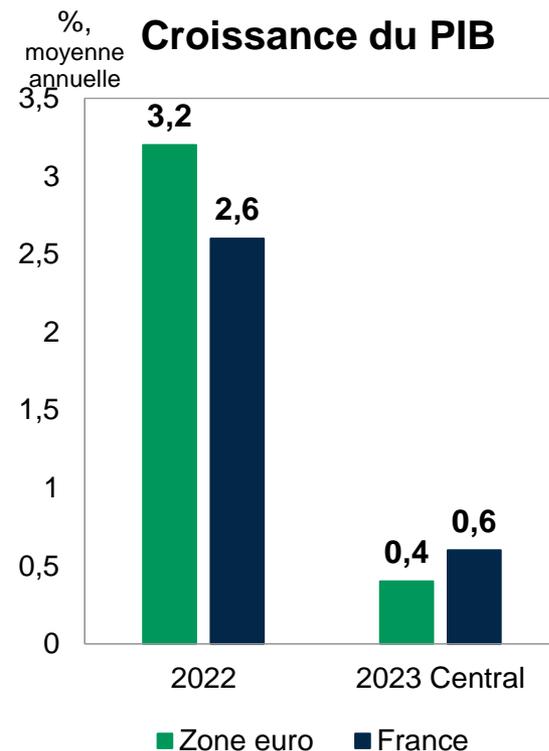
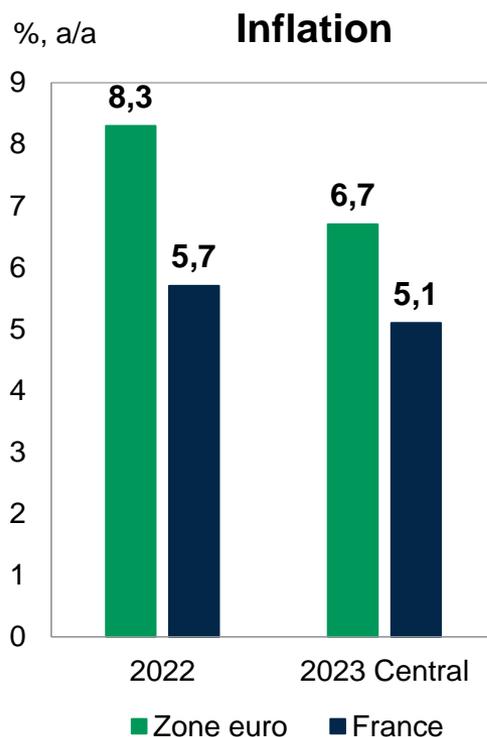
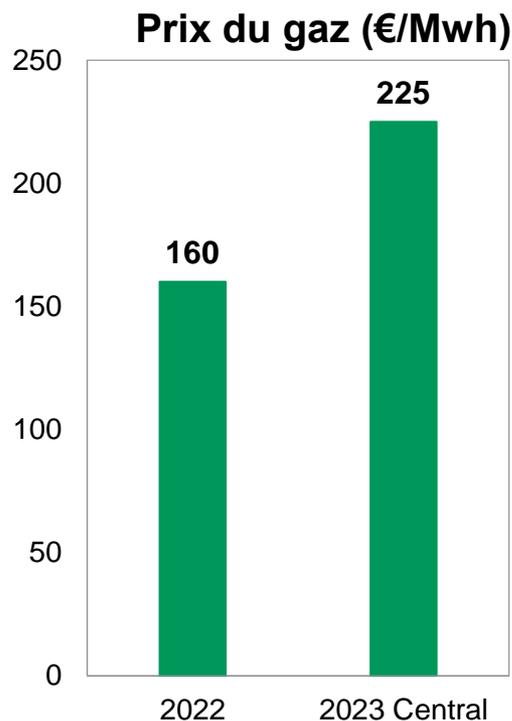
SCÉNARIO CENTRAL : LES HYPOTHÈSES

HIVER NORMAL ET PARC NUCLÉAIRE FRANÇAIS À 42 GW : CHOC DE POUVOIR D'ACHAT, RATIONNEMENT VOLONTAIRE

	Scénario central
Climat	Hiver normal
Capacité production nucléaire français	42 Gw
Demande supplémentaire de GNL	France : +3mmc pour la France Allemagne : si pas de nouveau terminal, 15% de réduction de la consommation
Stocks	>30%
Actions	Sobriété, rationnement volontaire
Soutien budgétaire	Possible, à l'aide de la redistribution des surprofits

SCÉNARIOS DE CRISE GAZIÈRE : LES IMPACTS

SCÉNARIO CENTRAL

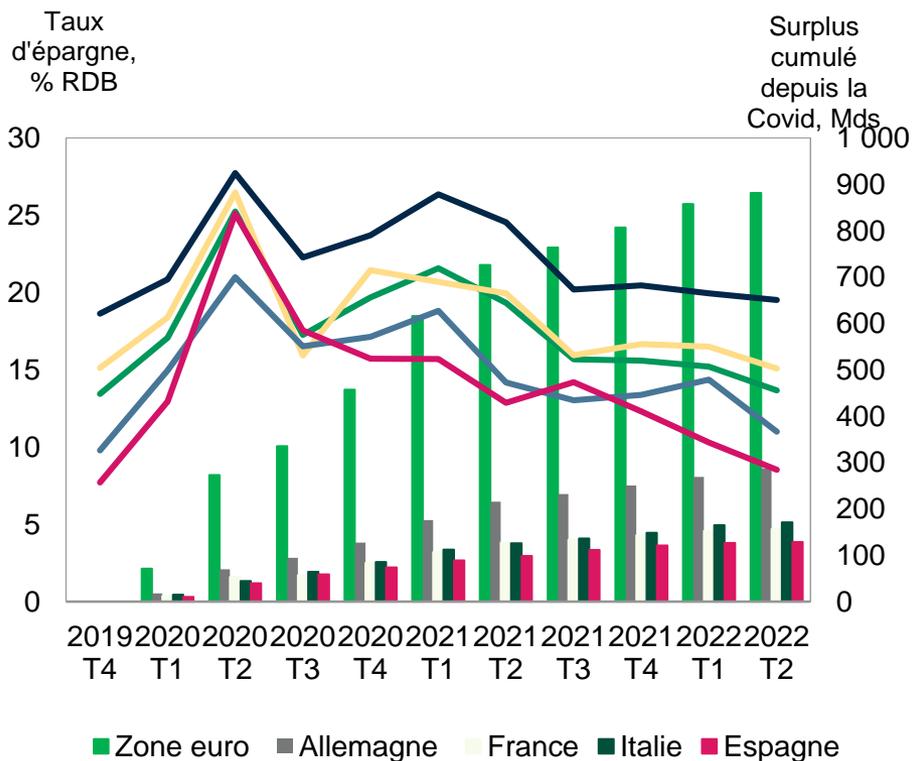


Source : Crédit Agricole SA / ECO

DES FACTEURS DE SOUTIEN

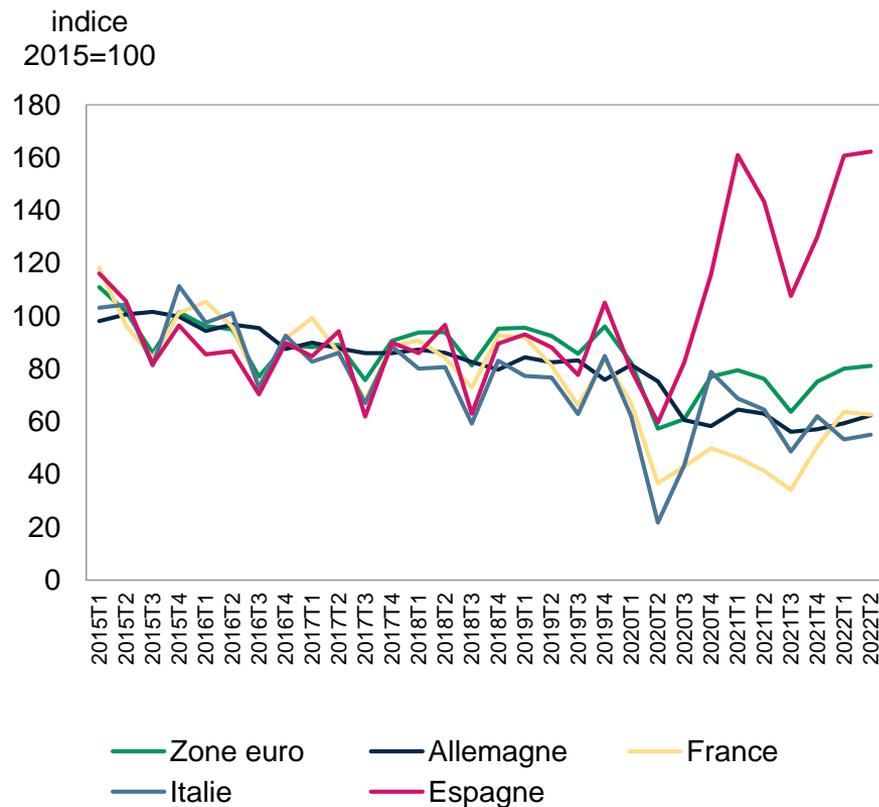
DES BILAN SAINS DU SECTEUR PRIVÉ

Un surplus d'épargne toujours important



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Des défaillances sous contrôle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE
- 2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME
- 3 FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION
- 4 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO
- 5 | LE SCÉNARIO DE STRESS GAZIER
- 6 LE POLICY-MIX

LE SCÉNARIO DE STRESS GAZIER

UNE RÉCESSION PLUS MARQUÉE ET UNE LOGIQUE DE RATIONNEMENT

Les contours d'un scénario adverse ne sont pas difficiles à tracer : on déplace seulement un peu les hypothèses « énergétiques ».

Peuvent y concourir : **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 sur la demande et le prix du gaz renforcées 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'ensuivrait un repli de l'investissement et un léger recul de la consommation suite à une détérioration plus marquée du marché de l'emploi. **Le PIB baisserait alors de 0,6% en moyenne annuelle en 2023.**

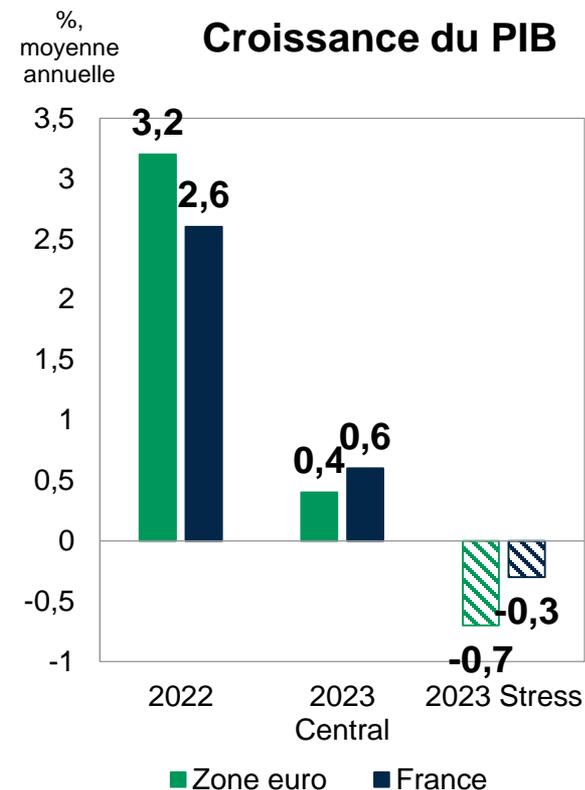
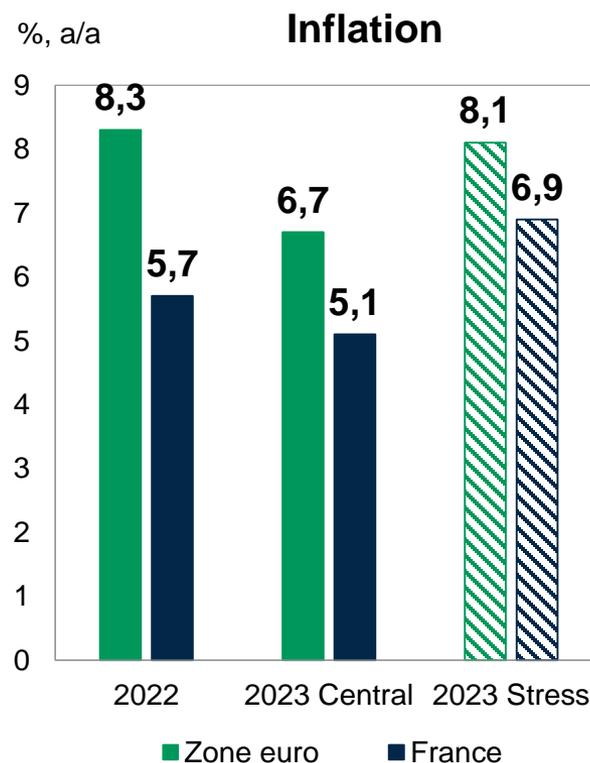
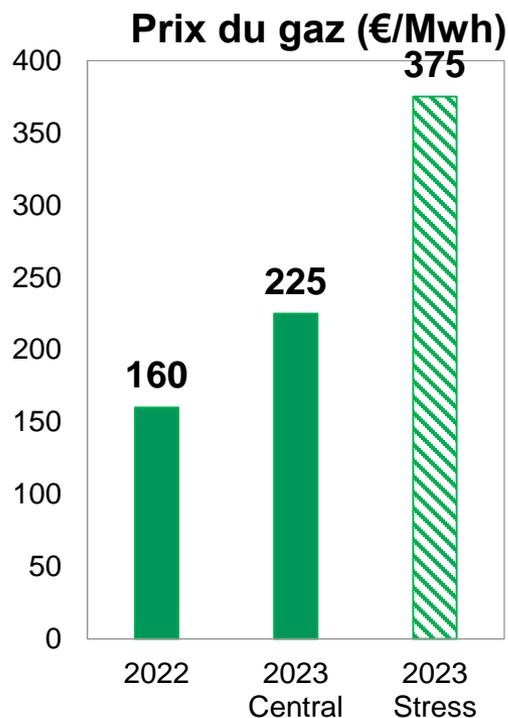
SCÉNARIO DE STRESS GAZIER : LES HYPOTHÈSES

ARRÊT DES FLUX RUSSES, HIVER RUDE ET PARC NUCLÉAIRE FRANÇAIS À 30GW : RATIONNEMENT CONTRAINT

	Scénario stress : arrêt total du gaz russe
Climat	Hiver rude
Capacité production nucléaire français	30 GW
Demande supplémentaire de GNL	+22,5 mmc
Stocks	0% si 15% de réduction de la consommation >30% si 30% de réduction de la consommation
Actions	Rationnement contraint pour secteurs plus consommateurs
Soutien budgétaire	Trop coûteux

SCÉNARIOS DE CRISE GAZIÈRE : LES IMPACTS

EN CENTRAL ET EN STRESS



Sources : Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE
- 2 ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET SCÉNARIO DE COURT TERME
- 3 FOCUS : LA NATURE DE L'INFLATION
- 4 LA LOGIQUE DU SCÉNARIO
- 5 LE SCÉNARIO DE STRESS GAZIER
- 6 | LE POLICY-MIX

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 l'affaiblissement de l'activité, afin de contrer les tensions inflationnistes sur les services et les biens non énergétiques. **Elle vise aussi à garder l'ancrage des anticipations d'inflation à sa cible.** Si celles-ci s'en sont écartées dans le court terme, les anticipations de marché à 5 ans restent de peu supérieures à la cible de 2%. Elles s'en sont écartées entre mai et juin 2022, lorsque l'hypothèse d'une guerre longue et l'abandon définitif du gaz russe par les pays européens sont devenus une certitude, et ainsi des prix durablement plus élevés. Mais l'action plus résolue qu'anticipée de la BCE dans sa décision de remontée des taux en juillet a ramené les anticipations vers sa cible. **Face à une réaction structurellement plus faible des prix à la 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, tout en limitant l'effort à soutenir par la politique budgétaire. L'échelon euro-

péen de la politique économique a un rôle de plus en plus important à jouer. 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.

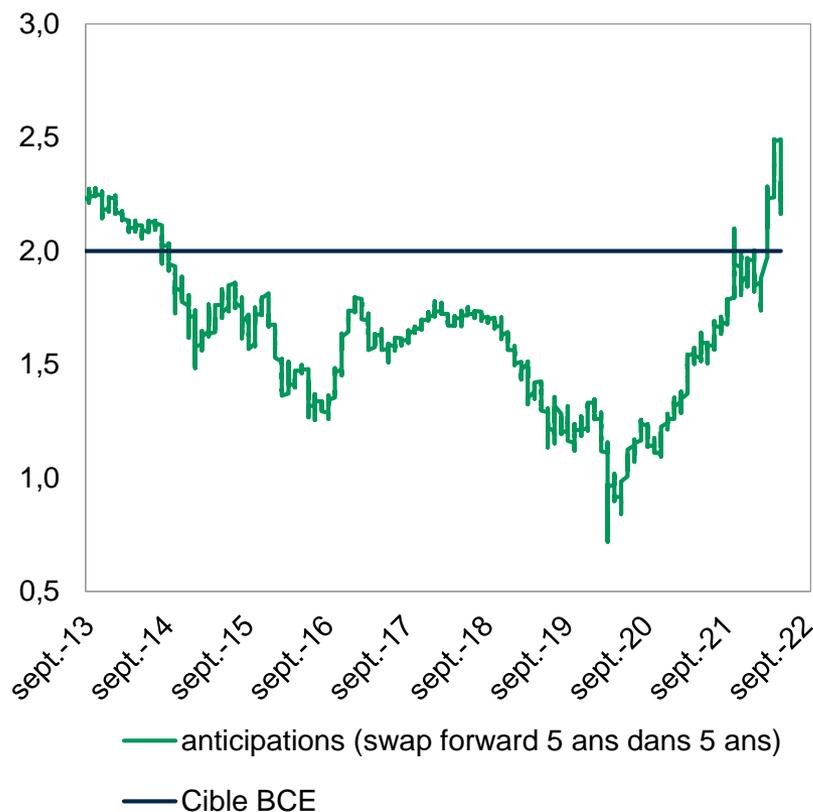
Le Conseil européen du 20 octobre a validé la proposition de la Commission d'achat conjoint de gaz sur une base volontaire. Aussi, un nouvel indice de référence complémentaire au TTF devrait voir le jour d'ici le début de l'année 2023 et, à court terme, un corridor de prix dynamique temporaire pour les transactions sur le gaz naturel devrait limiter immédiatement les épisodes de prix du gaz excessifs. **Enfin, la Commission a reçu le mandat de présenter un cadre temporaire visant à plafonner le prix du gaz utilisé dans la production d'électricité. Ces mesures devraient contenir la hausse du prix du gaz et surtout sa diffusion à l'ensemble des prix, mais elles interviendront trop tard pour éviter les prochaines hausses de taux attendues en octobre (75 pb) en décembre (50pb) et en février (25pb).**

La politique budgétaire trouve un certain soulagement dans la décision européenne de mettre à contribution les énergéticiens (hors pétrole et gaz) et d'imposer une taxe sur les superprofits des producteurs de pétrole et de gaz. Les recettes prélevées lorsque les prix de l'électricité excèdent 180 €/ MWh se monteraient à environ 117 Mds €, et les recettes de la taxe à 25 Mds €.

LA BCE DE PLUS EN PLUS DÉTERMINÉE

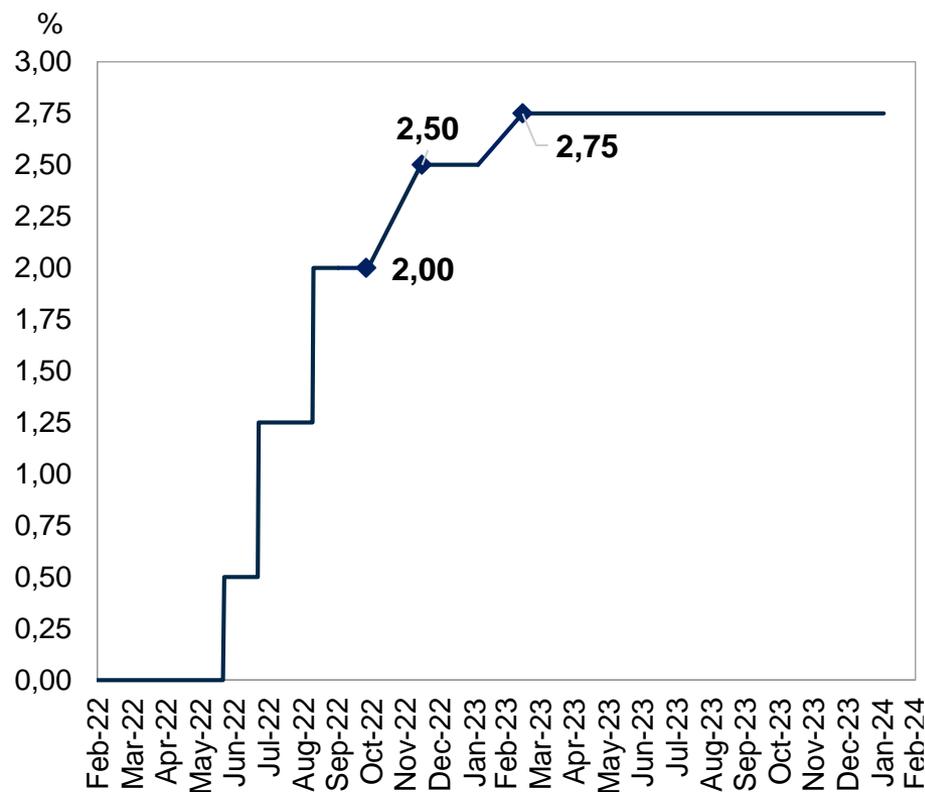
COURBER LA DEMANDE ET ANCRER LES ANTICIPATIONS

Anticipations d'inflation : durcissement agressif et ralentissement de l'activité ancrent les anticipations



Sources : Datastream, Crédit Agricole SA / ECO

Taux directeur : encore deux hausses



Sources : BCE, Crédit Agricole CIB

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
27/10/2022	Mexique – Ce qu'aimerait le président, ce qu'il peut (et ce que les États-Unis ne toléreront pas)	Amérique latine
25/10/2022	Espagne – Le budget 2023 face à l'inflation	Espagne
24/10/2022	Royaume-Uni – Retour en arrière sur le plan de croissance du 23 septembre	Royaume-Uni
21/10/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
20/10/2022	Est-ce que les fonds européens peuvent changer le cours de la démocratie ?	Europe
19/10/2022	Afrique subsaharienne – De fortes disparités régionales en termes d'épargne domestique	Afrique
18/10/2022	Colombie – Politique monétaire	Amérique latine
17/10/2022	Royaume-Uni – Le début de la récession ?	Royaume-Uni
14/10/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/10/2022	France – Scénario 2022-2023 : l'économie à l'épreuve de l'inflation	France
12/10/2022	Maroc – Les difficultés conjoncturelles s'accroissent, mais possible redressement en 2023	Afrique et Moyen-Orient
12/10/2022	L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires	Agri-agro
11/10/2022	Allemagne – La production des branches à haute intensité énergétique davantage touchée !	Zone euro
10/10/2022	Brésil – Le premier tour des élections présidentielles (ou Noël avant l'heure)	Amérique latine
10/10/2022	Zone euro – Baisse du taux d'épargne et légère dégradation des marges au T2 2022	Zone euro
10/10/2022	Pays émergents – Dernières tendances	Pays émergents
07/10/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
05/10/2022	France – Projet de loi de finances 2023 : un déficit public stabilisé sur fond de crises	France
05/10/2022	Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 : l'horizon ? Sombre mais surtout incertain	Monde

MONPERRUS-VERONI Paola

+33 1 43 23 67 55 

paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr



**MERCI DE VOTRE
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda
Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Alexis Mayer, Jorge Mariano Mamani Soria
Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

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. 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.