



MONDE

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2023-2024

Trimestriel – Décembre 2022

Un retournement d'une nature inédite

Le scénario continue de s'écrire à l'ombre de la guerre russo-ukrainienne : une guerre qui affecte évidemment les pays proches de l'épicentre du conflit mais aussi ceux qui en sont éloignés, au travers de ses impacts immédiats comme le renchérissement voire le risque de pénurie de matières premières énergétiques ou alimentaires. Alors que l'effondrement économique russe n'est pas imminent et que les Ukrainiens font preuve d'une résistance sidérante, le scénario médian d'une guerre qui se prolonge paraît donc, malheureusement, le plus crédible. Si une surprise positive sur les négociations ne semblait pas possible jusqu'à récemment, elle est désormais plus envisageable mais pas au point de constituer le scénario privilégié.

Qu'elle provienne de la demande ou plutôt de l'offre, qu'elle soit accentuée violemment ou peu par le choc de la guerre en Ukraine, l'inflation mord. Qu'ils soient audacieux et presque achevés ou plus hésitants et contraints, les resserrements monétaires « piquent ». Les ressorts puissants de la reprise post-Covid se détendent et les économies s'apprêtent à flirter avec la récession selon des degrés variés d'intimité. Si des récessions violentes semblent pouvoir être évitées, cela tient, paradoxalement, aux amortisseurs hérités de la pandémie sous la forme, essentiellement, d'une épargne privée encore abondante et de marchés du travail assez résistants.

Aux **États-Unis**, un atterrissage en douceur ne peut pas être exclu. Mais notre scénario penche en faveur d'un ralentissement de la croissance manifeste dès 2022 (à 1,9% après 5,9% en 2021) et encore accentué en 2023 (à 0,5%) avec une légère récession en milieu d'année. L'inflation est élevée et ne décélèrera que lentement. Les piliers qui ont permis à une croissance soutenue (notamment de la consommation) de se maintenir au-delà des attentes s'affaissent progressivement : marché du travail tendu mais ralentissement des créations nettes d'emplois, croissance élevée des salaires nominaux mais perte de pouvoir d'achat impliquant des ponctions sur l'épargne accumulée durant la pandémie et des emprunts via les cartes de crédit, enquêtes auprès des entreprises orientées à la baisse, ralentissement de l'investissement non résidentiel et résidentiel. Or, il est vain de compter sur une action contra-cyclique des politiques budgétaire et/ou monétaire : la Fed a clairement indiqué qu'elle se concentrerait sur l'inflation au prix d'endurer une récession à court terme et les élections de mi-mandat de 2022 ont « accouché » d'un pouvoir divisé, peu propice à une quelconque relance budgétaire.

En **zone euro**, à l'essoufflement naturel de la croissance post-pandémique s'ajoute le nouveau choc plus permanent qu'est la guerre en Ukraine. La lisibilité de la situation conjoncturelle est complexifiée par la succession des chocs : aux traces du choc passé (temporaire) se superposent les effets du choc nouveau (plus persistant). **Qu'hérite-t-on de la pandémie ?** Un marché du travail encore solide, un excès d'épargne substantiel mais largement entamé pour les ménages les plus modestes, une inflation que l'on espérait temporaire. Alors que le débat sur la nature précise de

l'inflation et les responsabilités respectives de l'offre et de la demande n'est pas tranché, force est de constater que les tensions sur les chaînes d'approvisionnement diminuent, que la modération de l'inflation mondiale se diffuse mais que les effets de second tour sont visibles : la contagion de la hausse des prix de l'énergie via les coûts de production est patente avant même que ne soit incriminée une quelconque boucle prix-salaires. **Qu'implique la guerre en Ukraine ?** Un renchérissement des importations d'énergie qui, sur les neuf premiers mois de 2022 par rapport à la même période de 2021, correspond à 4,3 points de PIB. Les effets dynamiques de la dégradation des termes de l'échange, de l'inflation et de la perte de compétitivité sur les volumes d'exportation et les parts de marché vont se déployer progressivement et alourdir ce bilan. Notre scénario retient donc une décélération marquée de la croissance (à 0,1% en 2023 après 3,4% en 2022), mais aussi un rythme d'expansion durablement plus faible, en deçà d'une croissance potentielle elle aussi affaiblie.

Les ressorts puissants de la reprise post-Covid se détendent et les économies s'apprêtent à flirter avec la récession selon des degrés variés d'intimité.

En **Chine**, enfin, alors que la demande intérieure est grippée et que la croissance pourrait ne pas excéder 3% en 2022 (loin de la cible « autour de 5,5% » initialement prévue), l'inflexion concernant la politique zéro-Covid réjouit les observateurs rapidement enthousiastes. On objectera que son abandon n'a pas encore été officiellement acté par les autorités. On précisera également que l'accélération prévue de la croissance autour de 5% en 2023, avec une contribution externe nette au mieux nulle et un investissement encore freiné par la restructuration du secteur de l'immobilier, suppose notamment que l'État parvienne à créer un choc de confiance suffisant pour libérer une partie de l'épargne de précaution et stimuler la consommation.

En termes de politique monétaire, la priorité reste accordée à la lutte contre l'inflation. Or, peu importe la cadence à laquelle les économies se dirigent vers la récession, les banques centrales n'en ont pas fini avec l'inflation. Elles ne prendront pas le risque de baisser la garde trop vite et ce d'autant que l'inflation sous-jacente pourrait se révéler plus résistante que prévu. **Le « pivot » tant espéré par les marchés sera moins le**

prélude à une baisse rapide qu'à une pause, accompagnée en outre de resserrements quantitatifs.

Aux **États-Unis**, après des hausses de taux agressives en 2022 totalisant 425 points de base portant la fourchette cible à 4,25%-4,50%, la *Fed* a signalé son intention de ralentir le rythme des hausses tout en précisant que le resserrement n'était pas parvenu à son terme. Il devrait se poursuivre durant le premier trimestre 2023 et porter la fourchette cible du taux des *Fed funds* à 5%-5,25%. Le retour durable de l'inflation vers l'objectif de 2% est un préalable à l'assouplissement qui n'interviendrait donc pas avant 2024.

En **zone euro**, la BCE s'est également engagée sur la voie du resserrement monétaire et a relevé son taux de dépôt, passant ainsi d'un niveau extrêmement accommodant à un seuil restrictif. Après avoir été assez agressif, le rythme de hausse serait ralenti et le taux terminal atteint dès mars 2023, avec un taux de dépôt sous les 3%. L'amorce du « *quantitative tightening* » en 2023 viendra compléter le dispositif. Enfin, le resserrement par les taux et les quantités s'accompagne d'un changement des modalités des TLTROs incitant les banques à rembourser ces crédits par anticipation : ce canal pourrait s'avérer le plus puissant en matière de durcissement monétaire.

Inflation n'ayant pas encore rendu les armes, politiques monétaires déterminées à la combattre, récession en ligne de mire : tels sont les ingrédients clés du scénario de taux d'intérêt. Le redressement des taux longs reste lesté par des perspectives de croissances au mieux médiocres voire franchement faibles ; cela suscite une inversion des courbes modulée selon le degré de maturité du cycle économique et monétaire : franche aux États-Unis, modérée en Allemagne. Notre scénario retient ainsi des taux souverains américains à deux ans et à dix ans à, respectivement, 4,90% et près de 4% fin 2023, alors qu'ils se situeraient à, respectivement, 3,10% et 2,60% en Allemagne.

Enfin, après avoir été soutenu par l'aversion au risque, une croissance sur-stimulée et un resserrement monétaire précoce et puissant aux États-Unis, le dollar a certainement fini de « sourire ». Récession même légère et pause monétaire aux États-Unis, aggravation des déséquilibres extérieurs américains, surévaluation du dollar, importance des positions acheteuses et interventions possibles sur le marché des changes destinées à l'affaiblir : **la devise américaine devrait céder un peu de terrain en 2023.**

Catherine LEBOUGRE

Focus Géopolitique – La réalité ? Une guerre des tranchées en Europe

La géopolitique continue de remodeler l'économie avec des chocs, mais aussi avec de la peur. En effet, quels que soient les scénarios aujourd'hui sur le front européen, le mal est fait : l'idée d'économie de guerre est en train de changer les esprits, les politiques industrielles et les arbitrages des États. Quant à la relation sino-américaine, elle est désormais enfermée dans une bipolarité amis/ennemis. Paradoxe : cette grande fragmentation ouvre aussi des opportunités pour des États périphériques, ces puissances dites secondaires¹ qui tentent de tirer au mieux parti de la grande réorganisation géo-économique en cours.

Sur le front de la guerre, les choses sont toujours aussi illisibles et c'est normal : c'est ce que les militaires appellent le brouillard de la guerre, il faut le rappeler régulièrement. Prétendre vouloir lever ce brouillard relève du poker, pas de la prévision. La guerre n'est pas prévisible, encore moins dans un monde de guerre de l'information. En revanche, on peut pointer des déplacements, des gains ou des affaiblissements de puissance qui aident à orienter notre scénario médian.

Du côté russe, si les échecs sur le terrain semblent patents, le front bouge moins à mesure que l'hiver approche. Mais, les soldats russes seront moins bien approvisionnés que les Ukrainiens soutenus par la population locale et Moscou a de plus en plus de mal à soutenir l'intensité d'une guerre dont le caractère technologique épuise aussi les réserves occidentales. Par ailleurs, la mobilisation a laissé des traces profondes sur le contrat social russe et le pouvoir est affaibli. Mais les mailles du filet des sanctions sont très larges et l'impact sur l'économie s'en trouve limité. Le scénario de l'effondrement économique russe n'est sans doute pas imminent, sauf si le maillon politique lâche.

Par ailleurs, plus la guerre se prolonge, plus les frappes ukrainiennes débordent sur le territoire russe, plus le conflit est perçu de Moscou, y compris pour une partie de la population initialement hostile à la guerre, comme étant un conflit existentiel, qui plus est, contre l'Otan tout entière. La Russie campe donc dans la posture de la puissance révisionniste de l'ordre mondial décrite par Kissinger dans « Le chemin vers la Paix ». Une puissance révisionniste se sent fondamentalement en insécurité ; elle est jusqu'au-boutiste car seul l'affaiblissement durable de l'adversaire, dont elle considère qu'il est menaçant pour sa propre sécurité, peut la rassurer. Cette logique conduit tout droit à la guerre d'infrastructure que Moscou est en train de mener.

Enfin, dans ce genre de grande guerre (car c'en est une), une défaite est actée d'abord par la question du moral des populations. Or, de ce point de vue, les Ukrainiens sont sidérants de résistance. À ce stade, ils ne veulent pas d'une paix ficelée à demi comme celle de 2014. Les signaux de négociation russo-américaine qui ont émaillé les dernières semaines se heurtent donc – pour l'instant – à la nature même de la légitimité du président Zelenski : une légitimité très faible avant la

guerre et qui s'est justement construite sur le thème de la résistance totale et de la récupération du territoire.

Le scénario de guerre est prolongé

Nous sommes donc dans une phase du conflit où toutes les bifurcations sont ouvertes : intensification, si la guerre déborde sur un territoire de l'Otan ou plus nettement sur la Russie ; négociation de paix, mais cela sera long afin que la population ukrainienne l'accepte, s'il est question d'une diminution de territoire ; ou enlisement, avec des nouvelles permanentes qui peuvent créer des chocs (notamment sur les prix du blé). Le scénario médian d'une guerre qui se prolonge semble donc, malheureusement, le plus crédible. Si une surprise positive sur les négociations ne nous semblait pas possible jusqu'à récemment, elle est plus envisageable aujourd'hui, mais pas au point de constituer un scénario central.

La fragmentation globale se poursuit

Quant au scénario géopolitique mondial, il continue de donner des signes de fragmentation et cela impacte la macro-économie de multiples façons. Fragmentation signifie d'abord que le « grand jeu » entre États-Unis et Chine se poursuit, et même accélère, entraînant un découplage des secteurs stratégiques, considérés comme relevant de la sécurité nationale – l'intelligence artificielle, les semi-conducteurs, l'informatique quantique, la bio-industrie etc.

Le scénario géopolitique mondial continue pour l'instant de donner des signes de fragmentation et cela impacte la macro-économie de multiples façons.

Les documents stratégiques américains sont clairs : il ne s'agit plus seulement de conserver une avance technologique, mais de stopper la progression de la Chine. Fragmentation signifie aussi que la mondialisation des amis que Janet Yellen essaie de vendre aux quatre coins de la planète ne met pas en confiance les amis européens, confrontés aux tentations de délocalisation que l'*Inflation Reduction Act* peut susciter chez eux. À l'inverse, l'échappée belle du chancelier Scholz en Chine prouve que, même s'il y a front commun de l'Occident sur la guerre technologique, l'alliance s'effrite dans de nombreux autres secteurs : beaucoup d'entreprises européennes font le choix d'une sinisation plus

¹ Pour plus d'information sur ce sujet, consulter notre publication : [Géo-économie – Le nouveau rôle des puissances secondaires](#), novembre 2022.

complète de leurs activités et de leur personnel local, plutôt que de se priver du marché chinois.

La partie est ouverte pour les puissances secondaires

Cette notion d'alliance à plusieurs vitesses et selon les secteurs est valable pour beaucoup d'autres pays. L'Arabie saoudite reste alliée militairement avec les États-Unis, mais n'applique pas les sanctions contre la Russie et se permet beaucoup de libertés avec le grand frère américain. Le Japon est dans l'alliance militaire du Quad mais reste discrètement dans le projet Sakhaline 2 et va profiter des accords douaniers de l'immense alliance commerciale asiatique, le RCEP (*Regional Comprehensive Economic Partnership*), formée en 2020... à laquelle la Chine appartient. L'Inde cherche à tirer un gain de la grande recomposition géopolitique en achetant du pétrole russe à bas prix, tout en récupérant des investisseurs qui fuient les terres chinoises. Quant à la Turquie, elle utilise à plein son statut d'État pivot

auquel on accorde une marge de manœuvre géopolitique « multifocale » que la plupart des autres pays n'ont pas. Cette grande fragmentation est donc aussi une grande recomposition dans laquelle de nombreuses puissances intermédiaires tentent de jouer leur jeu et de trouver de nouvelles opportunités.

Dernier point du scénario géopolitique : la fragmentation ouvre aussi des espaces pour d'autres conflits. On le sait pour la Turquie en Syrie, mais il faut surveiller la Méditerranée en général, les tensions gréco-chypriotes étant fortes, et cela ne va pas s'arranger avec les élections turques en 2023. Surveillons aussi le nord de l'Inde, où la relation sino-indienne se dégrade, avec une accumulation de matériel militaire des deux côtés d'une frontière où le conflit de 2020 n'a fait que réveiller celui de 1962...

Tania SOLLOGOUB



PAYS DÉVELOPPÉS

Flirter, plus ou moins intimement, avec la récession

États-Unis – Ce n'est pas le scénario le plus probable mais un atterrissage en douceur reste possible

Zone euro – Le choc qui va, le choc qui vient

Royaume-Uni – Temps difficiles en perspective

Japon – Reprise de la croissance, tirée par la demande intérieure

Focus – Le secteur bancaire européen face à l'inflation et à la normalisation monétaire

Flirter, plus ou moins intimement, avec la récession

Qu'elle provienne de la demande ou plutôt de l'offre, qu'elle soit accentuée violemment ou peu par le choc de la guerre en Ukraine, l'inflation mord. Qu'ils soient audacieux et presque achevés ou plus hésitants et contraints, les resserrlements monétaires « piquent ». Les ressorts puissants de la reprise *post-Covid* se détendent et les économies s'apprentent à flirter avec la récession selon des degrés variés d'intimité.

ÉTATS-UNIS : CE N'EST PAS LE SCÉNARIO LE PLUS PROBABLE MAIS UN ATTERRISSAGE EN DOUCEUR RESTE POSSIBLE

Bien que l'économie se montre encore relativement résistante et que la croissance semble devoir rester positive au second semestre 2022, le niveau élevé de l'inflation combiné à l'agressivité de la Fed conduira à une légère récession mi-2023 : un léger décalage par rapport au *tempo* anticipé précédemment (premier semestre).

Le PIB a baissé sur chacun des deux premiers trimestres de l'année 2022. Le NBER (*National Bureau of Economic Research*) ne devrait cependant pas prononcer le diagnostic de « récession » pour cette période, en raison de la résistance des variables qu'il considère être les plus importantes et de la progression du revenu intérieur brut sur chacun de ces deux trimestres. Par ailleurs, après son rebond du troisième trimestre, la dynamique est suffisante pour permettre à la croissance de rester positive au quatrième trimestre 2022. Compte tenu d'un premier semestre en repli, le ralentissement de la croissance sera manifeste dès 2022 : à 1,9% après 5,9% en 2021.

Les consommateurs sont de plus en plus conduits à puiser dans leurs économies et à emprunter via leurs cartes de crédit pour faire face à une inflation généralisée.

Le ralentissement serait plus marqué en 2023 avec, notamment, une légère récession aux deuxième et troisième trimestres. Le secteur du logement et les indices de confiance se sont déjà fortement affaiblis mais le marché du travail, et donc la consommation,

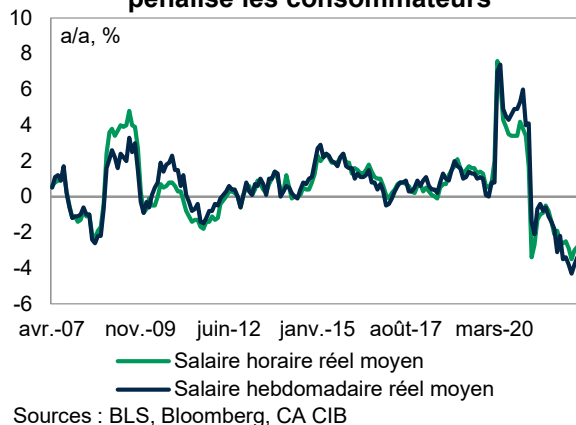
ont jusqu'à présent bien résisté, témoignant d'une résilience supérieure aux attentes jusqu'en octobre.

La bonne dynamique observée jusqu'en octobre, dynamique à laquelle ont contribué des mesures de pouvoir d'achat prise par la *Social Security* en faveur des retraités et des chèques de relance versés aux ménages par les collectivités locales, pourrait permettre aux consommateurs de « tenir bon » pendant un trimestre supplémentaire, jusqu'au premier trimestre 2023. Des signes suggérant un ralentissement plus marqué devraient se manifester vers le milieu de l'année prochaine.

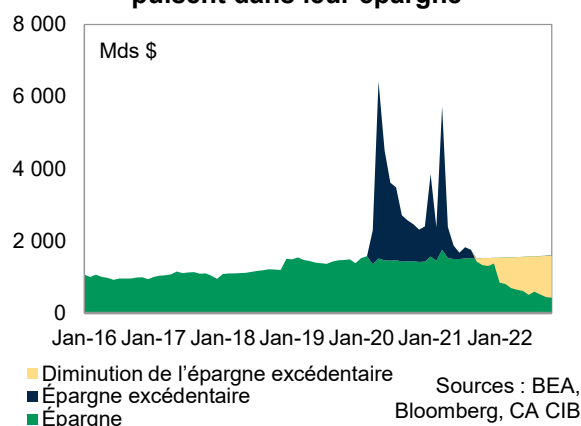
Tout d'abord, les consommateurs, confrontés à une baisse des salaires réels, sont de plus en plus conduits à puiser dans leurs économies et à emprunter via leurs cartes de crédit pour faire face à une inflation généralisée et qui restera probablement élevée jusque courant 2023. L'épargne reste importante et l'endettement par carte de crédit est gérable à court terme, d'où notre anticipation de maintien d'une croissance positive jusqu'au premier trimestre 2023. Mais ces facteurs de soutien ne seront pas éternels et la consommation devrait ralentir vers le milieu de l'année prochaine. La situation financière des ménages reste plus solide qu'elle ne l'était avant la pandémie, ce qui pourrait atténuer la gravité du ralentissement sans permettre d'éviter une récession.

Le marché du travail a également porté la consommation : il reste extrêmement tendu avec des créations nettes d'emplois non agricoles substantielles

USA : le recul des revenus réels pénalise les consommateurs



USA : les consommateurs puisent dans leur épargne

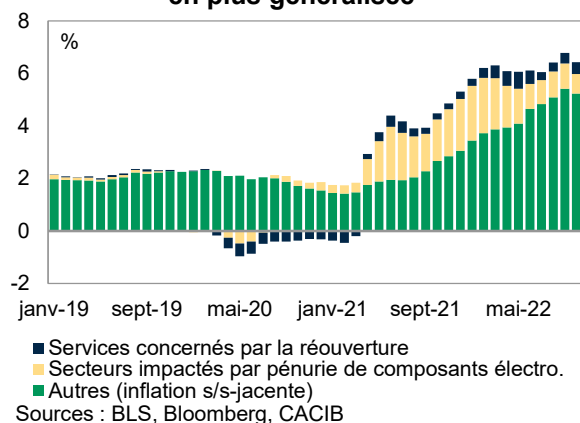


(supérieures à 250 000) et un taux de chômage à 3,7%, un niveau à peine supérieur au point bas pré-Covid. Cependant, des signes de ralentissement ont commencé à émerger, avec des pertes d'emplois sur quatre des huit derniers mois dans l'enquête sur l'emploi auprès des ménages. Des témoignages de plus en plus nombreux font état de gel des embauches ou d'annonces de licenciements. **Tout converge pour indiquer un affaiblissement du marché du travail début 2023.** Les créations nettes d'emplois non agricoles devraient continuer de baisser et le taux de chômage devrait remonter vers 4,5% fin 2023 : le marché de l'emploi ne sera plus aussi porteur pour les ménages et s'ajoutera aux facteurs contribuant au ralentissement de la consommation vers la mi-2023.

Par ailleurs, les enquêtes auprès des entreprises sont également orientées à la baisse. Les deux indices ISM sont en recul par rapport à leurs pics récents. L'ISM manufacturier est passé sous la barre des 50, en zone de contraction, et les intentions d'investissement des enquêtes régionales de la Fed sont également en repli. Cette situation, combinée à la hausse des taux d'intérêt et aux témoignages d'entreprises qui se disent préoccupées par leurs perspectives de bénéfices, suggère un ralentissement à venir de l'investissement non résidentiel.

L'investissement résidentiel s'est déjà fortement affaibli et le secteur du logement étant l'un des plus sensibles au niveau des taux d'intérêt, cette tendance devrait se poursuivre. 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 limiter la baisse des prix et 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 d'échapper à tout renchérissement de leurs mensualités de remboursement malgré la hausse des taux). De nouveau, cela pourra contribuer à limiter l'ampleur de la récession, mais ne permettra pas d'échapper.

USA : l'inflation est de plus en plus généralisée



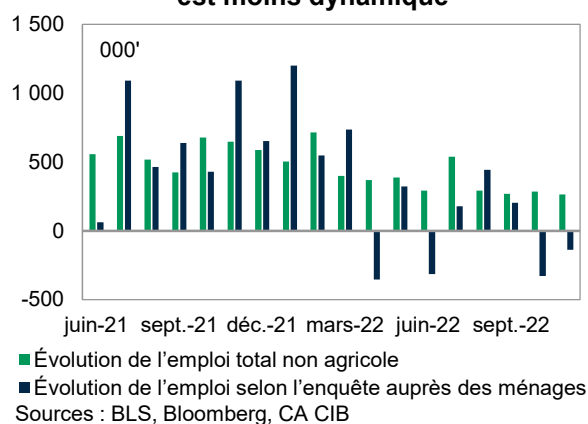
La récession, légère, que nous inscrivons dans notre scénario devrait survenir au milieu de l'année 2023, avec des contractions aux deuxième et troisième trimestres. Un atterrissage en douceur, en particulier si l'inflation devait refluer plus rapidement que prévu, ne peut être exclu. Mais le scénario central est bien celui d'une récession modérée, avec une probabilité d'environ 65%.

Grâce au ralentissement de la croissance et au meilleur fonctionnement des chaînes d'approvisionnement, nous tablons sur un repli plus marqué de l'inflation fin 2023 : elle 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 en 2024 : recul de l'inflation et pause monétaire permettraient d'abord le retour à une croissance positive au quatrième trimestre 2023 (à un niveau qui serait toutefois inférieur à la tendance de long terme), puis une accélération modeste de la croissance en 2024 promue par le desserrement monétaire. **Ce scénario déboucherait sur une croissance annuelle de seulement 0,5% pour 2023 et 1,3% (niveau qui resterait inférieur à la tendance de long terme) pour 2024.**

 En variation annuelle	2022	2023
PIB	1,9%	0,5%
Inflation	8,1%	4,0%

Alors que la croissance continue de ralentir, certains sont persuadés que les politiques budgétaire et/ou monétaire vont être mobilisées et voler au secours de l'économie, comme lors de la récession provoquée par le Covid en 2020 : ces espoirs sont vains. Sur le front de la politique monétaire, la Fed a clairement indiqué qu'elle se concentrerait sur l'inflation et considérerait qu'il était

USA : le marché du travail est moins dynamique



préférable de mettre l'inflation au pas et d'endurer une récession à court terme plutôt que de subir durablement les conséquences négatives d'une inflation plus résistante couplée à un désancrage des anticipations. Il est donc peu probable que la Fed réduise ses taux en 2023, même en cas de légère récession. Parallèlement, les élections de mi-mandat de 2022 ont « accouché » d'un pouvoir divisé, les

républicains contrôlant la Chambre des représentants et les démocrates le Sénat : dans ce contexte, un accord sur un plan de relance budgétaire semble très peu probable, en particulier tant que l'inflation continuera de sévir.

Nicholas VAN NESS

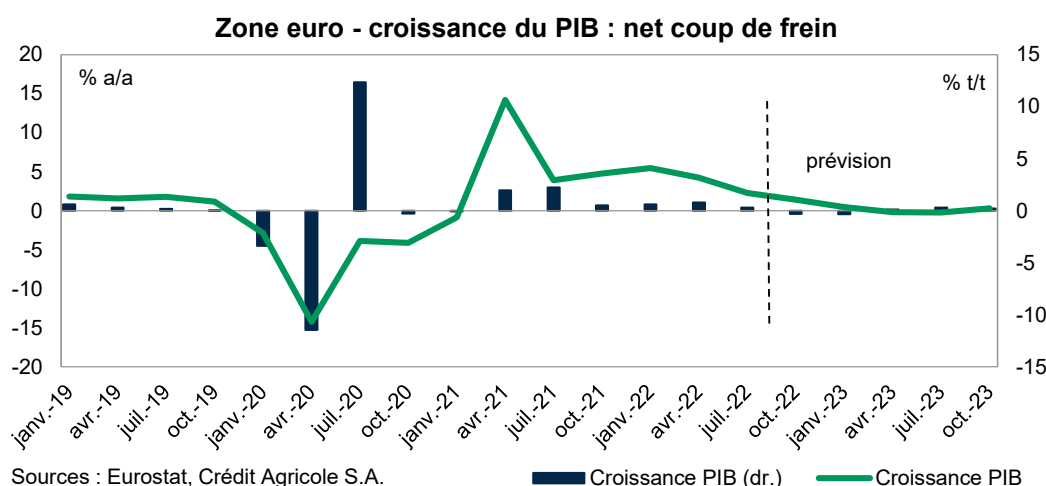
ZONE EURO : LE CHOC QUI VA, LE CHOC QUI VIENT

La longue vague du rebond post-pandémique retombe et la normalisation de la croissance se heurte au nouveau choc plus permanent lié à la guerre en Ukraine. Le ralentissement de l'économie est exceptionnel : de 5,5% au premier trimestre 2022, le rythme annuel de croissance du PIB s'est replié à 2,3% au troisième trimestre. L'ampleur de l'affaiblissement n'est pas due uniquement à la dégradation du cycle en conséquence de la guerre. Le retrait des mesures exceptionnelles de soutien et la normalisation de l'excès de demande après son « refoulement » conduisent désormais l'ampleur du cycle vers des valeurs plus « normales ». Mais cette détérioration est plus importante que celle expérimentée lors de la dernière récession connue par la zone (hors période pandémique) c'est-à-dire entre 2011 et 2012. La résilience de la consommation, portée par un surplus d'épargne important, pourrait retarder la contraction que l'on attend au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023. Mais le repli de l'activité ne pourra pas être évité et un nouveau rythme de croissance durablement plus faible se profile en deçà d'une croissance potentielle elle aussi affaiblie. **Nous prévoyons une croissance du PIB à 0,1% en 2023 et à 1,1% en 2024.**

Une perte de revenu pérenne et inégalement partagée

La perte de revenu pour l'économie de la zone euro induite par la hausse des prix des matières premières

énergétiques peut être appréciée par le renchérissement des importations d'énergie sur les neuf premiers mois de 2022 par rapport à la même période de 2021 : ce surcoût énergétique correspond à 4,3 points de PIB. **Les effets dynamiques de la dégradation des termes de l'échange et de la perte de compétitivité sur les volumes d'exportation et les parts de marché vont se déployer progressivement et alourdir ce bilan.** La surcharge pérenne de la facture énergétique des Européens se traduit par un recul durable de l'activité. La répartition des pertes entre les différents acteurs de l'économie peut se chiffrer *ex-ante* dans un cadre statique fondé sur leur consommation relative d'énergie : 29% des pertes peuvent être ainsi imputés aux ménages, 68% aux entreprises et 3% aux administrations. Mais, des redistributions de la charge entre acteurs (soutien de l'État aux ménages et aux entreprises, transfert de la hausse des coûts des producteurs aux consommateurs, redistribution des profits des entreprises aux ménages) vont modifier cette répartition. Les modifications de comportements engendrés par le nouveau signal-prix affectent la perte relative des acteurs mais aussi la perte cumulée pour la nation. Si au cours des premiers onze mois de l'année, **la plus forte baisse de consommation de gaz est portée en Allemagne et en Italie par l'industrie (avec des baisses respectives de 20% et 12% par rapport à la moyenne 2019-2021), en France elle l'est davantage par les ménages (-15%).**



Disséquer les chocs multiples et leur différente temporalité

La lisibilité de la situation conjoncturelle est compliquée par la succession des chocs : chocs passés (temporaires) et choc nouveau (plus persistant) se chevauchent rendant difficile l'attribution des effets aux uns et aux autres. La sortie de la crise pandémique n'est pas une sortie de crise habituelle. C'est la succession de deux ajustements, d'abord celui des biens durables, qui est bien avancé, et ensuite celui des services, qui se déploie désormais plus pleinement. Ils sont le résultat de la libération de la demande refoulée et de la dislocation des chaînes de production. Puis, sur ces ajustements, vient se greffer le nouveau choc d'offre d'énergie. Puissant et plus persistant, ce choc brouille encore la lisibilité : quelle est l'ampleur des dégâts, quel est l'impact potentiel sur l'inflation, quels sont les ajustements déjà à l'œuvre, quels sont les ajustements nécessaires ?

Un risque haussier sur le court terme, baissier sur le long

Notre scénario inscrit un net ralentissement de la consommation privée avec une stagnation en 2023. Les pertes de pouvoir d'achat (baisse de 0,5% du revenu disponible réel au premier semestre 2022) ne se sont pas encore traduites par une baisse de la consommation, qui interviendrait au tournant de l'année. L'excès d'épargne cumulé avec la crise, d'environ 1 000 milliards d'euros mi-2022, a constitué un puissant moteur de la reprise de la consommation et a encore contribué à la résistance de la croissance de la demande intérieure au troisième trimestre. Mais, il est désormais épuisé pour les ménages à plus faible revenu et à plus forte propension à consommer, dont le taux d'épargne est déjà devenu négatif. La détérioration significative des perspectives de leur situation financière implique pour les ménages les plus faibles, une part croissante de personnes en situation de détresse financière, de puiser dans leur épargne ou s'endetter.

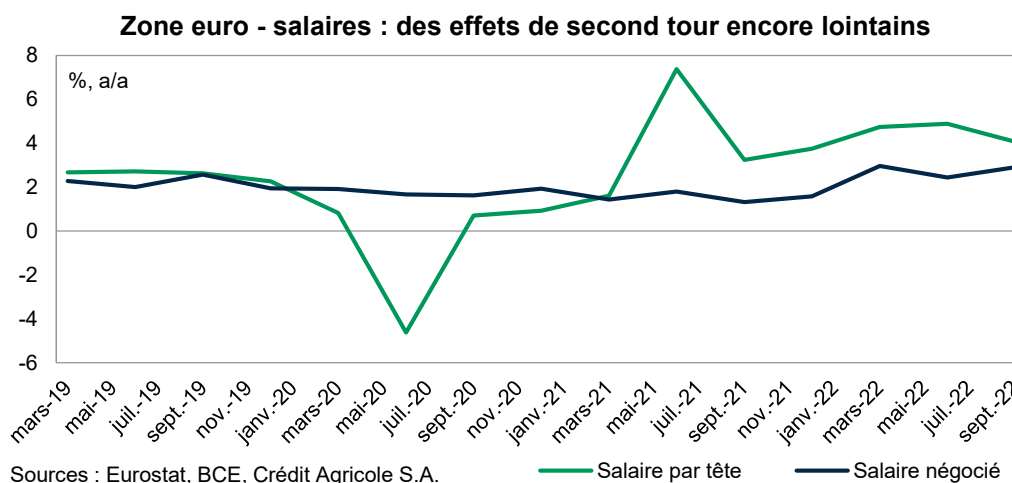
L'inflation est aussi venue éroder le pouvoir d'achat du surplus de richesse nette accumulé depuis le Covid.

Ainsi, au deuxième trimestre 2022, la richesse nette en termes réels ne représentait « plus » que 8,7 fois la valeur réelle de la consommation (contre 9,4 fois en fin 2021). À court terme, l'excès d'épargne peut encore jouer un rôle d'amortisseur de la consommation, notamment de services et de biens durables pour les ménages plus aisés. **Le soutien public s'est déployé avec une temporalité différente selon les pays, mais a atteint 1,3% de PIB en 2022 dont plus de la moitié en faveur des ménages. C'est sur ce support que se fonde notre scénario de dégradation contenue des dépenses des ménages.** À moyen terme, la contrainte liée à la poursuite de l'objectif patrimonial de reconstitution des encaisses réelles va commencer à « mordre » ; la réduction des pressions inflationnistes en 2023 devrait néanmoins permettre une moindre dégradation du pouvoir d'achat et un rebond de la consommation privée.

La lisibilité de conjoncture est compliquée par la succession des chocs : chocs passés (temporaires) et choc nouveau (plus persistant).

Inflation : un débat non tranché

L'évolution de l'inflation dépendra de sa vraie nature : choc majoritairement d'offre, plus marginalement de demande, mais aussi choc de destruction de l'offre qui peut précisément résulter du choc inflationniste lui-même et des politiques économiques mises en œuvre. Le débat sur cette nature n'est pas encore tranché : pour la BCE, l'inflation actuelle est due à parts égales à la demande et à l'offre, tandis que la Commission européenne estime à 80% le rôle joué par les chocs d'offre sur les prix de production. Mais des effets contrastés imputables aux deux chocs sont à l'œuvre. La hausse de l'inflation sous-jacente (5%), qui a débuté au troisième trimestre 2021, a d'abord été causée essentiellement par les contraintes d'offre (goulets d'étranglement au niveau de l'offre de biens industriels et pénuries d'intrants), puis l'importance des facteurs de demande s'est progressivement accrue au fil du temps à la faveur de la levée des restrictions liées à la pandémie, notamment dans les services.



Mais **les ajustements des prix relatifs sont désormais bien avancés** dans les deux secteurs et les données d'enquête signalent le dénouement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement : la forte réduction des délais de livraison des fournisseurs s'accompagne de la plus faible hausse des prix des intrants depuis un an dans l'industrie et d'un affaiblissement de la remontée des prix de vente. Les premières baisses des prix à l'importation des biens intermédiaires et des biens de consommation non alimentaires véhiculent la modération de l'inflation mondiale, en dépit d'un taux de change fortement dévalué. La présence d'effets de second tour, avec une diffusion de la hausse des prix de l'énergie aux autres composantes *via* les coûts de production, est néanmoins désormais visible.

Un retournement limité de l'emploi

La rétention de l'emploi, élément fondamental de la réponse à la crise du Covid, **contribue à un marché du travail solide qui, face à la dégradation de l'activité, ajoute un élément de confusion supplémentaire pour la lecture de l'environnement et notamment des prix.** L'emploi a encore progressé au troisième trimestre, mais la perte de dynamisme est évidente en rythme annuel (1,7% après 2,6% au deuxième trimestre). Les heures travaillées, après avoir dépassé leur niveau d'avant la pandémie, ont montré un premier repli, sous l'effet du ralentissement de l'activité qui devrait progressivement se propager à l'emploi lui-même. Le salaire par travailleur ne bénéficie plus de la dynamique de l'augmentation du temps de travail et marque aussi un ralentissement (de 4,9% au deuxième trimestre à 4,1%). L'acquis de croissance du salaire unitaire reste néanmoins élevé à 4,2% pour l'année 2022.

Les dernières négociations salariales ont été caractérisées par une attitude attentiste et flexible, multipliant les primes et éléments exceptionnels de rémunérations : elles ne permettent pas de préserver le pouvoir d'achat des salaires. Au troisième trimestre 2022, elles permettent de prévoir une évolution du salaire négocié à 3% en 2023, certes en hausse par rapport aux années passées, mais toujours modéré. Le salaire effectif progressera

davantage, mais son accélération sera limitée par une dérive salariale moindre que celle connue en 2021 et 2022. **La remontée du taux de chômage à 7,2% en 2023 (après 6,8% en 2022) sera plafonnée par l'utilisation des dispositifs de chômage partiel dans les secteurs industriels les plus impactés par la crise énergétique.**

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

Un policy-mix pris en otage

L'efficacité du resserrement monétaire est entourée d'incertitude légitime : quelle est sa capacité à réduire une inflation majoritairement importée ? Quel devrait être le taux de sacrifice de l'activité nécessaire pour y parvenir ? La politique budgétaire est désormais principalement orientée à limiter les coûts de la hausse des prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises. Un meilleur ciblage est demandé par les institutions internationales afin de ne pas entraver l'action de la politique monétaire, de ne pas renforcer les risques d'instabilité financière, mais aussi de ne pas brouiller le signal des prix au risque d'entraver la réduction de la consommation d'énergie. Mais ce ciblage est complexe à mettre en œuvre et politiquement coûteux face à une crise qui touche les classes moyennes. **Nous prévoyons donc que l'impulsion budgétaire sera à peine négative en 2023, avec une réduction très marginale du déficit et de la dette.** Politique monétaire et budgétaire sont ainsi surchargées par l'absence d'une politique de régulation pouvant couper la courroie de transmission des déséquilibres du marché gazier au marché de l'électricité. L'espoir d'une telle solution à l'horizon de notre scénario est désormais hélas vain.

Paola MONPERRUS-VERONI

ROYAUME-UNI : TEMPS DIFFICILES EN PERSPECTIVE

Une économie sans doute déjà en récession

Après un deuxième trimestre révisé à la hausse (de -0,1% à +0,2%), la contraction du PIB au troisième trimestre (-0,2%) s'est révélée conforme à nos anticipations, avec un recul de la consommation des ménages et un investissement des entreprises qui est resté faible (-0,5% pour ces deux composantes). Le décès de la reine Élisabeth II en septembre a probablement amplifié la baisse de l'activité, car il y a eu un jour férié supplémentaire et de nombreuses entreprises ont interrompu leur activité. Le troisième trimestre devrait marquer le début d'une récession d'une durée de quatre trimestres, la demande domestique se contractant sous l'effet de la baisse des revenus. Une contraction de l'activité de 0,4%, en ligne avec les indicateurs avancés tels que les indices PMI, pourrait intervenir au quatrième trimestre. Cela conduirait à une croissance moyenne annuelle de 4,4% en 2022, un chiffre inchangé par rapport à notre prévision précédente.

En revanche, la prévision de croissance pour 2023 est fortement revue à la baisse (à -0,8% contre +0,1% précédemment). Cette révision intègre le revirement budgétaire du gouvernement passé d'une position ultra-expansionniste dans le « mini-budget » du 23 septembre à une position restrictive dans l'*Autumn statement* du 17 novembre. La croissance redeviendrait positive (bien qu'inférieure au potentiel) en 2024 (+1,1%) : 2024 devrait voir la fin de la baisse des revenus réels, mais resterait contrainte par une politique budgétaire encore restrictive.

À court terme, l'inflation devrait rester supérieure à 10%.

Révisions à la hausse de l'inflation

L'inflation a atteint 11,1% en octobre, les prix de l'énergie ayant augmenté conformément au dispositif de plafonnement (ou EPG pour *Energy Price Guarantee*) mis en œuvre par le gouvernement. À court terme, l'inflation devrait rester supérieure à 10%. En avril prochain, l'EPG va conduire à une nouvelle

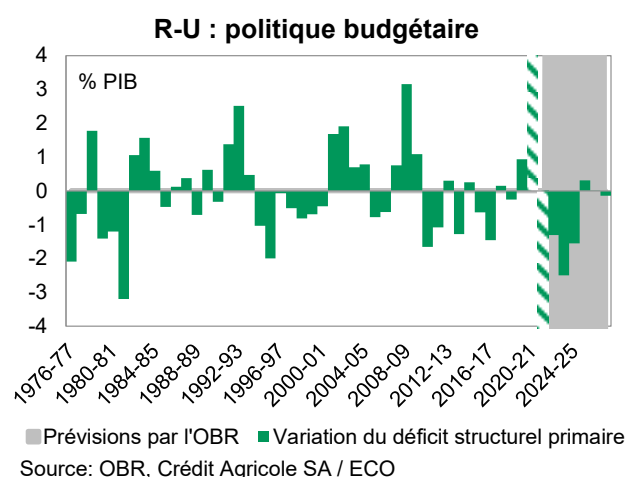
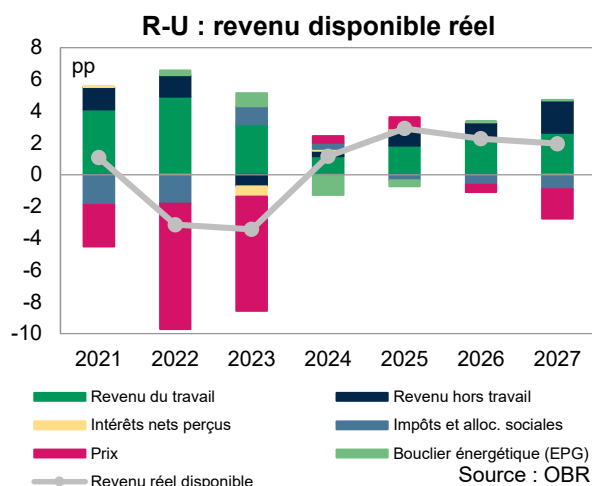
hausse des prix de l'énergie (+20%) en ligne avec le plafond des prix de l'énergie prévu par le gouvernement. Notre scénario central continue de tabler sur une forte baisse de l'inflation au cours de l'année 2023 en raison d'effets de base de nouveau favorables, de la diminution des problèmes mondiaux de goulets d'étranglement et de la baisse anticipée de la demande domestique. Néanmoins, en moyenne annuelle, le taux d'inflation devrait encore rester très élevé l'année prochaine à 7,3%, après 9,1% prévu en 2022. Dans notre scénario, l'inflation ne revient à l'objectif de 2% de la BoE qu'au deuxième trimestre 2024.

Le niveau de vie des ménages subit un recul historique en raison de l'inflation

Selon l'OBR, le revenu réel disponible devrait baisser de 7% au total pour la période 2022-2023 : il s'agit de la plus forte baisse jamais enregistrée depuis 1956. Ce recul interviendra malgré le maintien anticipé d'une forte croissance des revenus du travail et l'importance des aides de l'Etat annoncées depuis mars face à la hausse du coût de la vie (nous estimons ces dernières à environ 114 milliards de livres sterling, dont 37 milliards annoncés par l'ex-Chancelier de l'Échiquier Rishi Sunak en mars et mai).

Dans son *Autumn statement* du 17 novembre, le Chancelier de l'Échiquier, Jeremy Hunt, a annoncé que le bouclier énergétique durerait dix-huit mois et plafonnerait les factures d'énergie à 2 500 livres sterling par an en moyenne d'octobre à avril, puis à 3 000 livres sterling par an pendant les douze mois suivants. Il a également renforcé les aides destinées à atténuer la hausse du coût de la vie pour les ménages modestes et les retraités. Ce soutien est toutefois largement insuffisant pour compenser l'érosion des revenus due à l'inflation.

Parallèlement, la hausse des coûts de financement (le taux hypothécaire effectif a atteint 2,8% en septembre, tandis que le taux fixe à deux ans pour des emprunteurs ayant 25% d'apport personnel a atteint 6% en octobre) devrait entraîner une baisse des prix de l'immobilier en 2023 et peser davantage sur



l'investissement des ménages. La confiance des consommateurs reste, par ailleurs, proche de ses plus bas niveaux historiques.

 En variation annuelle		
	2022	2023
PIB	4,4%	-0,8%
Inflation	9,1%	7,3%

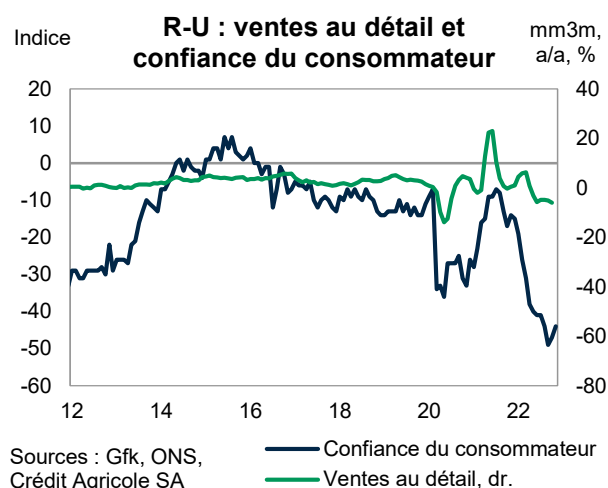
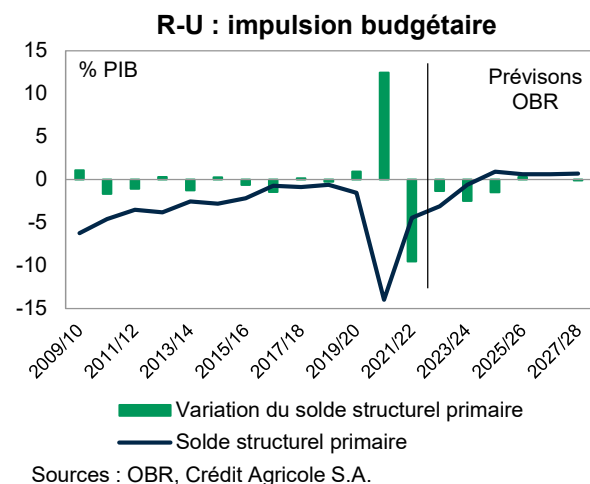
Au seuil d'une nouvelle ère d'austérité

Un important resserrement budgétaire est prévu afin de stabiliser la dette publique au cours des cinq prochaines années. Le gouvernement a annoncé un plan de consolidation budgétaire de 55 milliards de livres sterling sur les cinq prochaines années, réparti entre des hausses d'impôts pour 25 milliards et des économies de dépenses (concernant à la fois les investissements et les dépenses budgétaires courantes) pour 30 milliards. L'effort fiscal est surtout

composé du gel au niveau actuel des barèmes de l'impôt sur le revenu, des cotisations sociales et des droits de succession pour deux années supplémentaires jusqu'en avril 2028, de la hausse du taux de l'impôt sur les sociétés de 19% à 25% en avril 2023, de l'augmentation et de l'extension de la taxe sur les bénéfices énergétiques.

Le resserrement budgétaire (mesuré par la variation du déficit primaire structurel) devrait représenter 1,3% du PIB en 2022-2023, 2,5% en 2023-2024 et 0,9% en 2024-2025. Le gouvernement prévoit d'éliminer le déficit primaire structurel d'ici 2024-2025 puis d'enregistrer un excédent chaque année jusqu'à 2027-2028. La forte montée de la charge de la dette issue notamment de la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation (la dette publique étant composée pour un quart de titres indexés sur l'inflation) est largement responsable de ce durcissement de la politique budgétaire.

Slavena NAZAROVA



JAPON : REPRISE DE LA CROISSANCE, TIRÉE PAR LA DEMANDE INTÉRIEURE

La croissance sera tirée par la demande intérieure qui compensera la contre-performance du commerce extérieur

Le passage du Japon à un « monde post-Covid » est intervenu plus tard que dans les autres grandes économies. C'est en effet seulement depuis l'automne que le gouvernement a, d'une part, considérablement assoupli les restrictions sanitaires et, d'autre part, ranimé les programmes visant à soutenir la consommation de services. Cela justifie d'anticiper un **net rebond de la croissance réelle du PIB au quatrième trimestre**.

La reprise économique devrait accélérer en 2023 et 2024 grâce, notamment, à la poursuite de l'assouplissement des mesures sanitaires liées au Covid.

La consommation privée, soutenue par les tensions sur le marché du travail propices aux revenus des ménages, le passage à une vie post-Covid et l'atténuation des problèmes affectant les chaînes d'approvisionnement, restera bien orientée.

La reprise économique devrait se poursuivre en 2023 et 2024.

Les plans d'investissement des entreprises restent solides : elles augmentent leurs investissements non seulement pour atténuer les problèmes affectant les chaînes d'approvisionnement, mais aussi pour compenser la pénurie croissante de main-d'œuvre à laquelle elles sont confrontées. **L'investissement privé est resté inférieur à 16% du PIB depuis la pandémie mais, avec la reprise des dépenses d'investissement, ce ratio devrait atteindre 17% au cours des prochaines années.** La reprise de l'investissement, combinée à la progression continue des salaires liée aux tensions sur le marché du travail, devrait permettre de mettre fin à l'anomalie que constitue l'excès d'épargne des entreprises.

Le récent pic d'inflation devrait rester temporaire

L'inflation totale a franchi la barre des 2% en avril 2022. Toutefois, les principaux moteurs de l'inflation restent les composantes « volatiles » (prix de l'énergie et de l'alimentation). Si l'on exclut ces éléments, l'inflation sous-jacente, mieux corrélée à la demande intérieure, accélère mais reste contenue.

Les accélérations de l'inflation devraient rester temporaires tant que les pressions déflationnistes structurelles, liées à l'excès d'épargne notamment de la part des entreprises, ne sont pas totalement éliminées. Avec le récent pic d'inflation, un effet de base favorable devrait apparaître durant la seconde moitié de 2023 et limiter l'inflation sous-jacente : celle-ci baisserait ainsi à 1,8% en 2023.

La progression de l'investissement et les tensions sur le marché du travail devraient éliminer l'épargne excédentaire des entreprises et renforcer les pressions inflationnistes : cette résorption prendra du temps, un temps long qui se compte en années. L'inflation sous-jacente devrait donc rester sous la barre des 2% en 2024 et ne serait susceptible de dépasser ce niveau durablement qu'à partir de 2025.

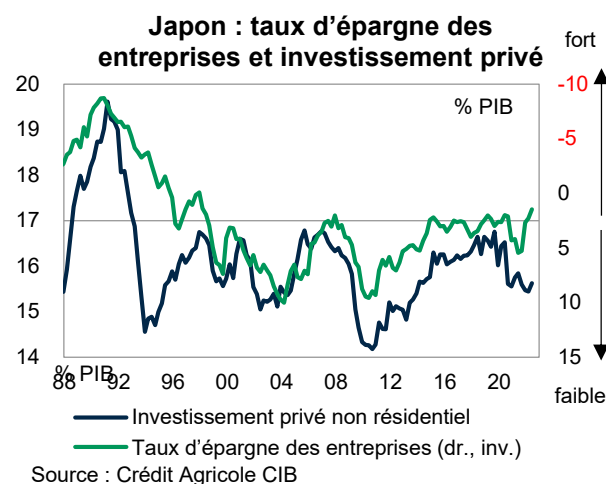
 En variation annuelle	2022	2023
PIB	1,6%	1,8%
Inflation	2,3%	1,8%

Un nouveau budget supplémentaire en début d'année

La cote de popularité du Premier ministre, Fumio Kishida, a fortement baissé depuis l'été. Le PLD contrôlant les deux chambres de la Diète, sa démission paraît actuellement peu probable. Mais, pour emporter l'adhésion des Japonais, le gouvernement devra affirmer son soutien à l'économie.

Le gouvernement a déjà adopté un budget supplémentaire pour l'année fiscale 2022 ; un nouveau train de mesures budgétaires devrait être annoncé au premier trimestre 2023. Le gouvernement a, de fait, mis de côté son objectif d'excédent de la balance primaire et un budget accommodant pour l'année fiscale 2023, comprenant de nouvelles mesures de soutien économique, sera adopté lors de la session ordinaire de la Diète. Les fonds de réserve et l'augmentation des recettes fiscales financeront probablement la majeure partie du budget supplémentaire. Les émissions de JGB pourraient néanmoins légèrement augmenter.

Takuji AIDA



Focus – Le secteur bancaire européen face à l'inflation et à la normalisation monétaire

Les banques européennes font face à la guerre en Ukraine avec des fondamentaux solides. Mais les pressions inflationnistes et le durcissement des politiques monétaires les soumettent à de nouveaux défis, portant sur le risque de crédit, la gestion de la liquidité et leur rentabilité.

Des bilans bancaires solides

Les banques européennes ont affronté les crises du Covid et de la guerre en Ukraine avec une situation financière saine, ce qui leur a permis de participer pleinement à l'effort de relance économique. En particulier, le taux de crédits non performants, en baisse depuis la crise des dettes souveraines, a atteint son plus bas niveau historique à la fin du premier semestre 2022, témoignant d'une gestion prudente du portefeuille de crédit par les établissements.

Les banques affichent aussi des niveaux de capitalisation élevés, en hausse jusqu'à la fin de 2021. On observe néanmoins une légère baisse du ratio CET1 sur le premier semestre 2022, liée non seulement à une augmentation des risques pondérés, mais également à un ralentissement des émissions dans un contexte de hausse du coût du capital. Le ratio CET1 reste bien au-delà des exigences réglementaires pour la plupart des institutions européennes.

Vers une résurgence du risque de crédit ?

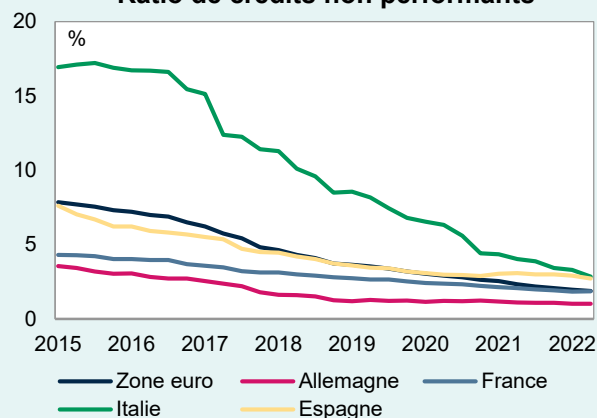
Les évolutions macro-économiques pourraient toutefois engendrer une dégradation de la qualité des actifs bancaires. Du côté des ménages, l'accélération des prix à la consommation sur des postes de dépenses contraintes (alimentation, transport) peut obérer la capacité des particuliers en situation de fragilité financière à honorer leurs remboursements de crédit. C'est plus particulièrement le cas dans les pays où les ménages sont endettés à taux variable et se heurtent simultanément à un renchérissement de leurs échéances de crédit en raison de la hausse des taux d'intérêt, comme en Italie, en Espagne et en Autriche.

Si l'on est, à ce stade, loin d'observer une vague de défauts sur les prêts bancaires, les ratios de crédits non performants augmentent légèrement sur le début de l'année 2022, dans certaines juridictions européennes et dans certains secteurs industriels exposés à l'augmentation des prix de l'énergie et des matières premières agricoles. Par ailleurs, les prêts sur lesquels aucun incident de paiement n'a encore été enregistré, mais considérés comme dégradés en raison d'une augmentation du risque de crédit qui leur est attaché (« stage 2 » de la norme comptable IFRS9), s'inscrivent en hausse dans la zone euro (à 9,7 % au deuxième trimestre 2022, contre 8,9 % un an plus tôt). Cette hausse est en particulier perceptible en France et en Allemagne.

Autre élément d'inquiétude : certaines banques, notamment dans le Sud de l'Europe, sont fortement exposées aux titres souverains, parfois davantage encore qu'au début des années 2010. Quand les écarts de taux s'élargissent, la baisse des prix des obligations souveraines peut également peser sur la solvabilité de ces banques.

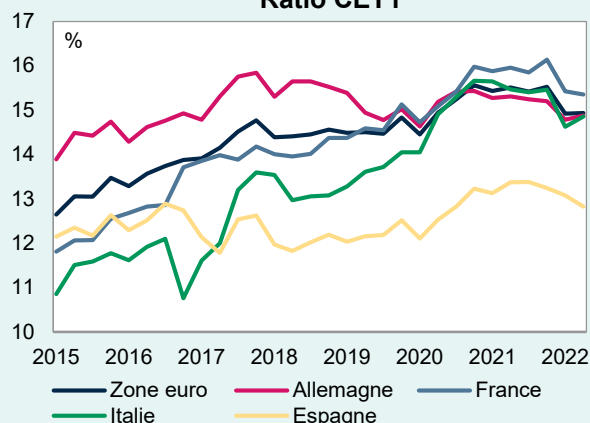
La dégradation des conditions économiques a conduit de nombreux établissements à augmenter les provisions pour risque de crédit aux deuxième et troisième trimestres 2022, pour faire face à une possible aggravation des défauts, ce qui a négativement affecté leur rentabilité. Le coût du risque pourrait augmenter davantage à l'avenir, si la hausse des défauts devait s'accroître ou toucher d'autres secteurs d'activité.

Ratio de crédits non performants



Sources : BCE, Crédit Agricole SA / ECO

Ratio CET1



Sources : BCE, Crédit Agricole SA / ECO

Normalisation monétaire et liquidité

L'autre menace planant sur les banques européennes tient à une dégradation de la liquidité. La forte progression des prêts bancaires pendant la crise du Covid s'est accompagnée d'une augmentation des besoins de financement des institutions de crédit. En France tout particulièrement, les banques affichent un encours de crédits très sensiblement supérieur à celui des dépôts. Ces besoins de liquidité ont été comblés par des émissions obligataires et, surtout, par le recours aux instruments de refinancement de la Banque centrale européenne (BCE). En particulier, les TLTRO-3 sont devenus un instrument important de financement des banques, notamment du Sud de l'Europe.

Le resserrement de la politique monétaire engendre une forte augmentation du coût de financement des banques européennes.

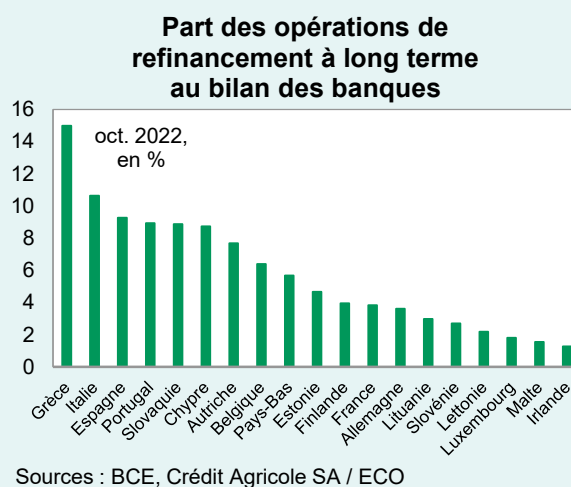
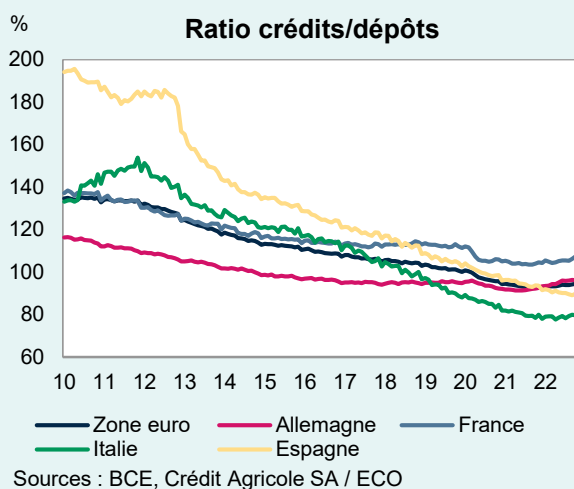
La hausse des taux directeurs, la fin programmée des mesures d'assouplissement quantitatif et la hausse des taux d'intérêt sur les TLTRO-3, couplée à un léger élargissement des écarts de taux sur les obligations

bancaires, mettent les institutions de crédit européennes face à un renchérissement de leur passif. Le scénario d'une crise de liquidité reste toutefois peu probable, la BCE se montrant toujours très attentive au bon fonctionnement du marché monétaire.

Des menaces persistantes sur la rentabilité

La hausse des coûts de financement force les banques à augmenter les taux d'intérêt à la clientèle pour préserver la marge nette. Cette augmentation est parfois freinée par les pressions concurrentielles et, en France, par la législation sur l'usure, qui force à un ajustement très graduel des taux sur le segment des ménages. Signe de cette contrainte particulière sur les banques françaises, le taux d'intérêt moyen sur les crédits à l'habitat a augmenté de seulement 55 points de base en France entre son point bas de mi-2021 et septembre 2022, contre le double (110 points de base) en moyenne dans la zone euro. L'accélération de l'inflation touche également d'autres postes de dépenses opérationnelles, ce qui pourrait engendrer une dégradation du coefficient d'exploitation des établissements.

Lionel POTIER





PAYS ÉMERGENTS

Quand les urgences du court terme rencontrent **celles du long terme...**

Panorama – Quand les urgences du court terme rencontrent celles du long terme...

Chine – 2023 sera économique ou ne sera pas

Brésil – L'orientation budgétaire, clé du scénario 2023 (et au-delà)

Russie – Sur une voie étroite

Inde – Encore de bonnes performances

Quand les urgences du court terme rencontrent celles du long terme...

En 2022, la croissance des pays émergents a mieux résisté qu'on ne pouvait le craindre face à la combinaison des chocs : guerre, crise énergétique et alimentaire, politique zéro Covid en Chine ; mais aussi inflation, hausse des taux d'intérêt, appréciation du dollar. Le ralentissement sera pour 2023 tout en espérant, néanmoins avec prudence, que la fin du cycle de hausse des taux et celle de la politique zéro-Covid en Chine ouvrent une période plus favorable sur la seconde partie de l'année.

Les chocs passés laisseront des traces tenaces sur les pays émergents : des pays fragilisés par une inflation qui imprime une marque durable sur les revenus, par le choc sanitaire qui a produit des déficits budgétaires souvent élevés. Les gouvernements ont donc peu **de marge de manœuvre pour gérer** simultanément les urgences sociales du court terme et celles, climatiques, du long terme. **L'année 2023 sera source de nombreux risques sociaux et politiques.**

Le retournement du cycle industriel se lit au dernier trimestre dans les indicateurs avancés des pays émergents.

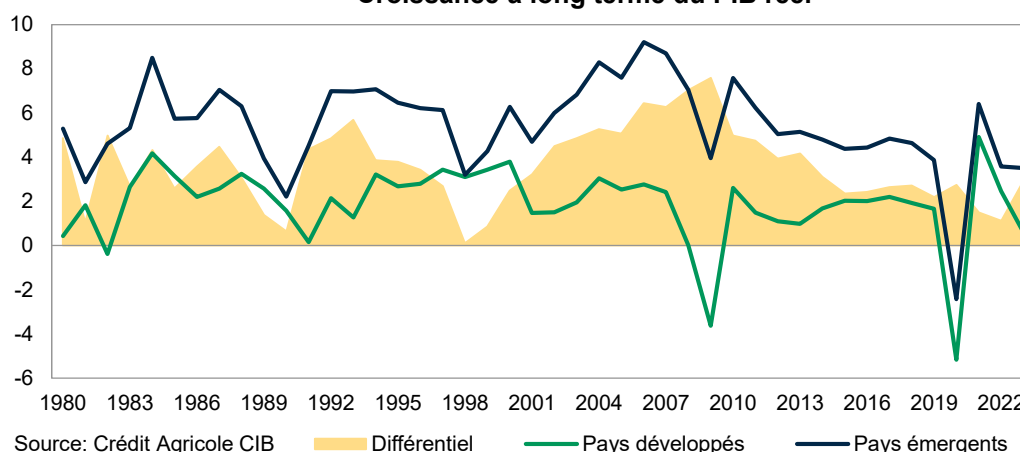
Ainsi, l'indice PMI médian émergents est passé en novembre sous la barre des 50. Les signaux de ralentissement de la production manufacturière s'accumulent en Pologne, en Turquie, au Mexique, en Corée du Sud, en Malaisie ou à Taiwan. En revanche, l'Inde, la Thaïlande et le Vietnam préservent de meilleurs résultats, ce qui confirme le décalage des trajectoires entre l'Asie du Nord et celle du Sud, où les pays sont positionnés plus en aval des chaînes de valeur. L'Asie du Sud-est commence aussi à profiter des reports d'investissements sortant de Chine. Il ne faudrait cependant pas se précipiter et diagnostiquer un « rattrapage » : il s'agit d'une zone où les revenus par habitant sont bas et le déficit en infrastructure important. En 2023, l'Europe de l'Est sera la plus touchée par le ralentissement, toujours en première ligne du choc de la guerre et de la crise énergétique. Elle n'échappera pas à la récession. Le ralentissement sera aussi assez sensible en Amérique latine. Quant aux pays du Golfe, ils ont été les vrais gagnants de la guerre en 2022 et l'Arabie saoudite est le pays du G20 qui enregistrera le plus fort taux de croissance en 2022. En 2023, l'ampleur de leur atterrissage sera bien sûr conditionnée par le prix de l'énergie et la zone a pour l'instant la confiance des investisseurs.

La courroie de transmission du commerce extérieur

Le commerce extérieur va être la courroie de transmission puissante du ralentissement mondial. Selon le FMI, la hausse des échanges en volume devrait s'ajuster de 4,3% en 2022 à 2,5% en 2023, très en dessous des moyennes historiques. Les exportations chinoises restent élevées mais, après avoir reculé durant deux mois consécutifs (recul sur un an en octobre puis en novembre), semblent inscrites sur la voie du repli et le ralentissement du secteur électronique affecte les commandes dans de nombreux pays asiatiques. En Europe centrale, les soldes courants se creusent, la baisse de demande des pays de l'UE pesant sur les volumes d'exportations, malgré les gains de compétitivité liés aux dépréciations des devises. De nombreux pays émergents vont donc affronter la phase de décélération de croissance avec des déficits externes plus élevés et moins de réserves de change pour soutenir les devises.

Face à l'affaiblissement de la demande extérieure, le comportement des consommateurs va être déterminant. En Chine, notamment, les marchés espèrent que la levée de la politique zéro-Covid se traduise par une hausse de cette consommation des ménages que le pouvoir n'arrive plus à stimuler depuis longtemps. Mais derrière l'espoir d'une bonne surprise

Croissance à long terme du PIB réel



chinoise, porteuse d'effets positifs pour nombre de pays en Asie, mais aussi en Amérique latine, il y a aussi – sans doute – la nostalgie d'un « retour à la normale » qui ne correspond plus à la réalité : non seulement la sortie du zéro-Covid va être difficile, sur le plan sanitaire, économique et politique, mais surtout, beaucoup d'autres signaux sont au rouge en Chine, allant de la géopolitique à l'immobilier, en passant par la dette. Certes, la croissance chinoise pourrait être l'un des facteurs positifs de la conjoncture en 2023, mais c'est aussi l'un des points très fragiles du scénario de reprise d'activité sur le second semestre. De plus, toute déception même mineure pourrait créer beaucoup de volatilité, surtout sur les taux de change.

Bientôt le moment de nouveaux arbitrages monétaires

À mesure que le ralentissement économique se dessine, les pays émergents approchent donc en rangs dispersés du moment où leurs arbitrages monétaires vont se renverser. Le point haut de l'inflation a déjà été dépassé dans beaucoup de pays, surtout en Amérique latine, qui sera suivie avec un décalage d'un trimestre par l'Europe de l'Est. En Asie, la courbe des prix s'est stabilisée ou infléchi en Indonésie, Thaïlande, Corée du Sud et Malaisie. Mais l'inflation reste un sujet pour l'Inde ou pour les Philippines. De nombreuses banques centrales ont néanmoins annoncé un arrêt dans le cycle de hausse, y compris dans des pays comme la Pologne ou la Hongrie, où l'inflation reste très élevée. Il est par ailleurs probable que les premières baisses de taux se produisent là où ont eu lieu les premières hausses, au Chili ou au Brésil. Mais l'assouplissement monétaire sera prudent : l'inflation est presque partout supérieure aux cibles des banques centrales et, dans nombre de pays émergents, l'inflation sous-jacente reste élevée. Par ailleurs, les prix alimentaires et ceux des fertilisants peuvent rester sous pression, suspendus à la bonne volonté russe dans la mer Noire. Enfin, le contexte géopolitique, mais aussi climatique, peut entraîner de nouvelles ruptures de chaînes de valeur dans un secteur ou un autre, pesant sur les prix. Les sources structurelles d'inflation par l'offre sont, par définition, toujours menaçantes.

Dans les franges les plus fragiles des pays moins avancés, le cauchemar de la triple crise dette/alimentaire/climat est déjà une réalité.

Au final, même si la désinflation s'installe dans le monde émergent en 2023, on est loin d'une vraie normalisation, car le niveau des prix va rester élevé. Le verrou monétaire ne sera pas desserré rapidement et réduira la marge de manœuvre de nombreux gouvernements pour mener des réformes radicales tout en pesant sur les investissements. Cela se couple des finances publiques dégradées *post-Covid* et qui ne peuvent pas servir aujourd'hui de levier

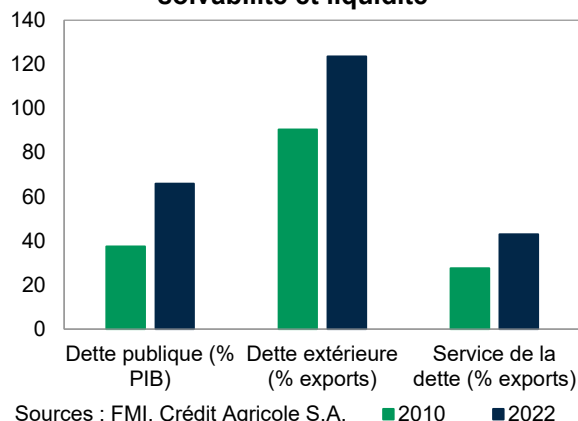
à une politique économique ambitieuse, notamment en Amérique latine. Les pays du golfe sont le seul contre-exemple saisissant. Mis à part Bahreïn, tous les pays de la zone vont afficher des excédents internes et externes en 2022. Le surplus budgétaire global de la zone devrait atteindre 100 milliards de dollars. Les États de la région semblent par ailleurs décidés à employer ces excédents au financement de la transition climatique.

2023 restera placée sous le signe des risques politiques et sociaux, notamment dans les zones, comme en Amérique latine et en Europe centrale, où la polarisation politique ne cesse d'augmenter. Par ailleurs, dans tous les pays émergents, les effets de l'inflation et de la hausse des taux sont disproportionnés sur le pouvoir d'achat des plus pauvres et des entreprises les plus petites, plus endettées à court terme. Partout, les tensions émergent autour du prix de l'essence et des prix alimentaires et les grèves se multiplient dans les pays les plus vulnérables, mais aussi les plus avancés : populations en détresse de Tunisie et de Mongolie, mais aussi camionneurs chiliens ou coréens. En Afrique du Sud, les taux d'emploi baissent au profit de l'informalité et les coupures d'énergie restent un problème majeur. Surtout, en Afrique sub-saharienne, la hausse du prix des denrées de base, incompressibles dans le panier alimentaire, était de 24% en variation annuelle en octobre.

Au total, **trente-cinq pays seraient en crise alimentaire**. À cela ajoutons que beaucoup d'États *sub-investment grade* sont de plus en plus fragiles sur leurs échéances de dette comme, bien sûr, le Sri Lanka et le Pakistan, mais aussi la Tunisie, le Ghana, la Mongolie, le Salvador, la Turquie, le Kenya ou l'Égypte. Au total, le FMI a listé seize pays confrontés simultanément à une insécurité alimentaire et à un problème de dette. Dans les franges les plus fragiles des pays moins avancés, le cauchemar de la triple crise dette/alimentaire/climat est déjà une réalité.

Tania SOLLOGOUB

Pays émergents : solvabilité et liquidité



CHINE : 2023 SERA ÉCONOMIQUE OU NE SERA PAS

Jiang Zemin, président de la Chine de 1993 à 2003, est mort le 30 novembre. Avec lui s'est aussi éteinte une certaine idée de l'économie « socialiste » de marché, qui avait mené à l'entrée de la Chine à l'OMC en 2001 et à l'ouverture de nombreux secteurs aux intérêts privés. Mais Jiang Zemin fut aussi l'artisan de la reprise en main du pouvoir après les événements de mai 1989. Difficile de ne pas tracer de parallèle avec ce qui se joue en Chine actuellement, puisque le spectre de Tian'anmen a plané sur la répression de manifestants, exaspérés par trois années d'une politique zéro-Covid intransigeante, ayant particulièrement fragilisé le secteur privé.

Tourner la page de 2022

Après une année 2021 portée par une croissance forte, mais déséquilibrée, majoritairement soutenue par un secteur exportateur dopé par les plans de relance occidentaux et une politique monétaire très accommodante, **l'année 2022 aura été synonyme de ralentissement.**

Secteur immobilier, consommation privée, commerce extérieur, tous les pans de l'économie ont été affectés par la conjonction de trois facteurs :

- ✓ Les restrictions anti-Covid, qui ont perturbé production industrielle et consommation, en particulier dans le secteur des services ;
- ✓ Le ralentissement mondial et la hausse des prix des matières premières, qui commencent à peser sur la balance commerciale, même si l'atonie de la demande interne a jusqu'ici permis de contenir l'inflation ;
- ✓ Les déséquilibres structurels (immobilier, endettement, démographie) qui accentuent l'impact de la conjoncture sur l'activité.

La croissance chinoise ne devrait ainsi pas dépasser les 3% cette année, bien loin de la cible « autour de 5,5% » initialement prévue. Un échec, le deuxième en trois ans, qui n'a pas empêché Xi Jinping d'accéder à un troisième mandat à l'issue du XX^e Congrès du Parti communiste, et de placer à ses côtés ses fidèles lieutenants, signe d'un règne sans partage sur la destinée chinoise.

L'échéance du Congrès passée, la rationalité économique va-t-elle reprendre le pas sur l'affichage politique ?

2023, le nécessaire rebond de l'économie domestique

L'échéance du Congrès passée, la rationalité économique va-t-elle reprendre le pas sur l'affichage politique ? Si l'heure semble enfin à l'inflexion concernant la politique zéro-Covid (pour le plus grand plaisir des marchés et des observateurs rapidement enthousiastes), rappelons que son abandon n'a pas encore été officiellement acté par les autorités. Il faut dire que la propagande orchestrée depuis trois ans a fini de convaincre la population de la dangerosité du virus, sans toutefois l'inciter à se faire vacciner. Une accélération des contaminations, et surtout la saturation des services hospitaliers pourraient ainsi contraindre les autorités à revenir en arrière.

« Vivre avec le virus » prendra encore du temps et continuera de peser sur **la croissance**. Cette dernière **devrait**, en raison d'effets de base, notamment dans les secteurs des services, **accélérer autour de 5%**. Un rebond nécessaire, puisque la contribution du commerce extérieur s'annonce légèrement négative, au mieux nulle, et que l'investissement continue d'être freiné par la restructuration du secteur de l'immobilier.

 En variation annuelle	2022	2023
PIB	3,0%	5,0%
Inflation	2,1%	2,4%

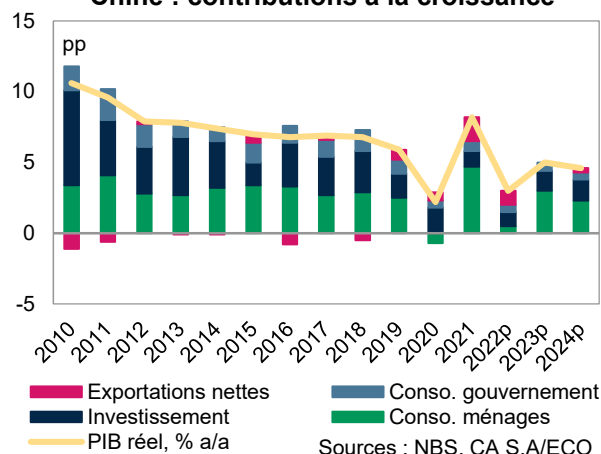
En interne, trois tendances orienteront le scénario 2023 :

- ✓ **L'ampleur du soutien accordé par les autorités au secteur immobilier.** Il ressort des mesures très récemment annoncées que les ménages, acquéreurs floués, seront aidés de façon à ne pas décourager les acquéreurs potentiels. Mais l'aide est contrainte car l'État chinois ne veut pas se positionner comme prêteur en dernier ressort d'un secteur qu'il considère comme responsable de son surendettement.
- ✓ **La capacité de l'État à créer un choc de confiance** suffisant pour libérer une partie de l'épargne de précaution et stimuler la consommation ; l'impulsion donnée à la confiance reste cependant limitée par la réserve déjà émise sur le rôle de « prêteur en dernier ressort ».
- ✓ Le discours vis-à-vis du secteur privé, pénalisé ces deux dernières années par le zéro-Covid et le resserrement réglementaire, et dont les performances – notamment boursières – ont été particulièrement décevantes.

Après trois années d'arbitrages peu favorables à l'économie, **2023 clarifiera la place accordée à la croissance dans le modèle chinois.** Et nous dira si l'esprit de Jiang Zemin lui survivra.

Sophie WIEVIORKA

Chine : contributions à la croissance



BRÉSIL : L'ORIENTATION BUDGÉTAIRE, CLÉ DU SCÉNARIO 2023 (ET AU-DELÀ)

Après avoir expérimenté une reprise très puissante en 2021 (croissance revue à la hausse à 5%), une décélération naturelle vers le taux potentiel (faible, autour de 1,5%) était attendue. **La croissance s'est révélée plus résistante qu'anticipé, malgré une inflation élevée et un resserrement monétaire précoce et puissant.** La vitalité a été entretenue par la réouverture *post-pandémie* suscitant la bonne tenue du secteur industriel et le dynamisme du secteur des services. Mais elle a aussi été préservée par l'amortisseur inattendu qu'a constitué la hausse des prix des produits de base liée à la guerre en Ukraine, desserrant les contraintes budgétaire (forte) et externe (modérée).

La poursuite du repli de l'inflation est une condition (évidemment) nécessaire mais pas suffisante à un assouplissement monétaire.

Au troisième trimestre, portée par la consommation (environ deux tiers du PIB) et l'investissement, mais freinée par les exportations nettes, la croissance a sensiblement décéléré. Ses soutiens s'effritent lentement : crédit progressant encore à un rythme élevé, mais en repli depuis le printemps (le resserrement monétaire a fini par « mordre » tardivement), essoufflement des créations nettes d'emplois après un rattrapage puissant (taux de chômage à 8,3%, contre 11,4% avant la pandémie et près de 15% à son pic), moindre soutien public après les largesses budgétaires pré-électorales. L'érosion de ces soutiens et un ralentissement mondial marqué suggèrent que la croissance pourrait ne pas excéder 0,8% en 2023 et il est vain de compter sur un desserrement monétaire pour la stimuler.

L'inflation s'est, en effet, clairement repliée, mais l'inflation sous-jacente n'emprunte pas encore une

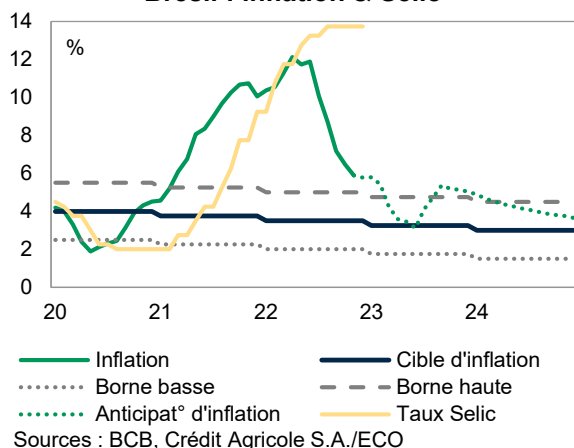
trajectoire aussi nettement baissière. La poursuite du repli de l'inflation (prévue au mieux à 4,5% fin 2023) est une condition (évidemment) nécessaire mais pas suffisante à un assouplissement monétaire. Si les facteurs externes (comptes extérieurs², *tempo* monétaire de la Fed, vigueur du dollar et risque d'inflation importée) sont importants aux yeux de la banque centrale (BCB), ceux-ci restent rivés sur des facteurs domestiques : perspectives d'inflation et risques haussiers qui l'entourent au titre desquels figurent, en première place, l'évolution de la politique budgétaire, son impact sur le prix des actifs et les anticipations d'inflation.

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

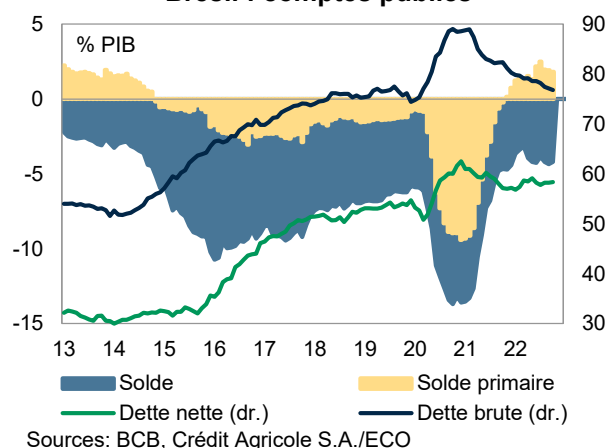
L'orientation budgétaire du prochain gouvernement sera déterminante pour la politique monétaire. Une version révisée du budget 2023 est en cours d'élaboration par l'équipe du président « Lula » qui ne prendra ses fonctions qu'en janvier : une tâche ardue puisqu'il s'agit d'y inclure des dépenses sociales supplémentaires, ce qui requiert une dérogation à la règle du plafond sur les dépenses. Largement transgressée depuis la contre-offensive budgétaire mise en œuvre (légitimement) face à la crise du Covid, cette règle essentielle devra ensuite être repensée au profit d'un nouvel ancrage budgétaire, fixant de préférence un cap crédible plutôt qu'exagérément ambitieux.

Catherine LEBOUGRE

Brésil : inflation & Selic



Brésil : comptes publics



² Soutenu par l'excédent commercial mais surtout lesté par le déficit des revenus nets (intérêts et dividendes), le déficit courant (-3,3% du PIB en octobre) s'est creusé de façon quasi ininterrompue depuis janvier 2021. Mais les entrées brutes de capital au titre des investissements directs étrangers se situent à près de 4% du PIB.

RUSSIE : SUR UNE VOIE ÉTROITE

La contraction se poursuit

La croissance économique a été fortement pénalisée par les sanctions, mais l'impact a été moins fort qu'on aurait pu le prévoir initialement. Le PIB pourrait ainsi se contracter de « seulement » 4% en 2022 avant de poursuivre son repli en 2023 au rythme de 3%.

La consommation est mise à mal

Le choc a affecté à la fois l'offre et la demande, mais la demande des consommateurs a été plus profondément touchée. Au cours des derniers mois, les ventes au détail ont continué à se contracter plus fortement que la production manufacturière. La mobilisation militaire a dégradé la confiance tout en ayant un certain impact sur les chaînes de production.

Les exportations d'hydrocarbures alimentent l'excédent courant

L'économie russe a cependant continué à bénéficier de recettes d'exportation. La Russie a pu compenser, en partie, le déclin de ses exportations d'énergie vers l'Europe en augmentant ses exportations vers d'autres pays, comme l'Inde (pétrole), la Turquie (charbon) et dans une certaine mesure la Chine.

La déconnexion avec l'Occident, liée notamment aux sanctions, compromet fortement la capacité de la Russie à moderniser son processus de création de valeur.

Cette situation, associée à la faiblesse de la demande intérieure, a permis à l'économie d'afficher un excédent courant en hausse en 2022. Cet excédent pourrait se réduire progressivement, en particulier si l'Europe continue de diversifier ses importations d'énergie au détriment de la Russie. Mais, même dans cette situation, la Russie resterait excédentaire, bénéficiant ainsi d'une protection dans la durée contre une éventuelle dépréciation du rouble.

Taux en baisse sur fond de désinflation

La contraction de l'économie a favorisé la désinflation, permettant à la banque centrale de baisser fortement ses taux directeurs. Toutefois, avec un taux *repo* à une semaine à 7,50% (le même niveau que fin 2021), l'assouplissement monétaire est, pour l'instant, parvenu à son terme.

Une croissance potentielle en baisse

Au-delà des très fortes incertitudes économiques et politiques dans lesquelles le conflit en Ukraine a plongé le pays, la Russie est confrontée à d'autres incertitudes, plus structurelles, à moyen terme. Du point de vue économique, la déconnexion avec l'Occident, liée notamment aux sanctions, compromet fortement la capacité de la Russie à moderniser son processus de création de valeur. La mise à niveau en termes de technologie et d'innovation est devenue plus difficile, ce qui risque de peser sur la croissance potentielle.

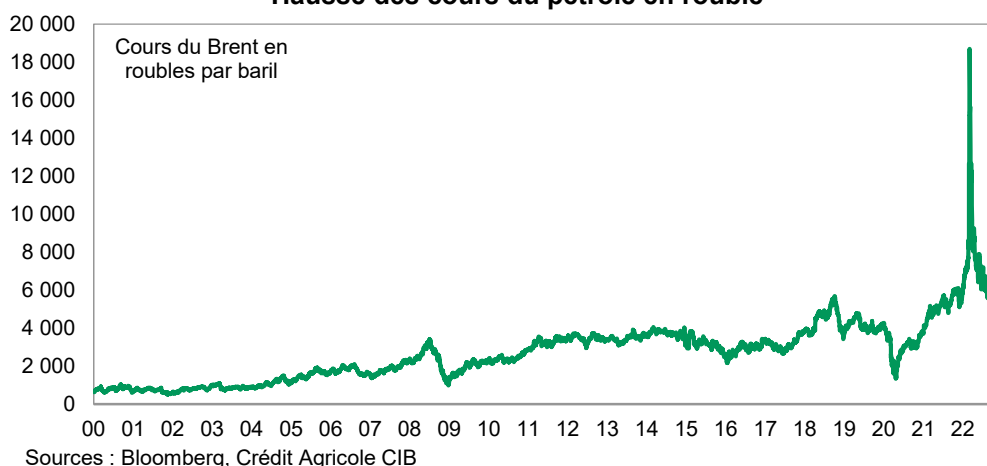
 En variation annuelle	2022	2023
PIB	-4,0%	-3,0%
Inflation	14,7%	4,8%

Une dépendance accrue à l'égard de la Chine

Du point de vue géopolitique, le renforcement des liens avec la Chine peut aider la Russie et sa balance des paiements à court terme ; mais il peut également alimenter une relation de dépendance qui se renforcera inévitablement avec l'importance grandissante du rôle économique et géopolitique de la Chine.

Sébastien BARBÉ

Hausse des cours du pétrole en rouble



INDE : ENCORE DE BONNES PERFORMANCES

À l'aune des autres économies asiatiques, l'Inde affichera de bonnes performances en 2023, avec une croissance de 5,5%. Alors que le ralentissement global de la croissance et du commerce et la hausse des taux d'intérêt pèseront sur l'économie indienne, les secteurs manufacturier indien, de la construction et des services continueront de bénéficier d'une forte reprise *post-pandémie*. Le secteur manufacturier indien profite, par ailleurs, de la relocalisation de certaines chaînes d'approvisionnement mondiales hors de Chine. Le niveau élevé des dépenses publiques dans les infrastructures stimule également la croissance, de même que les conditions climatiques favorables, qui soutiennent la production agricole.

Le secteur manufacturier bénéficie de la relocalisation de certaines chaînes d'approvisionnement mondiales hors de Chine.

En érodant le pouvoir d'achat des ménages, l'inflation reste toutefois un problème important. Elle est actuellement de 6,8% en glissement annuel, nettement au-dessus de la fourchette visée par la *Reserve Bank of India* (RBI) (2% à 6%). Elle devrait toutefois refluer avec la stabilisation des prix du pétrole, la baisse des prix de l'alimentation (liée à l'augmentation de la production locale et mondiale et surtout aux exportations de céréales d'Ukraine) et le resserrement monétaire agressif opéré par la RBI en 2022. L'achat par l'Inde de pétrole russe à prix réduit limite également quelque peu l'inflation. Or, avec la montée de la part de la Russie dans les importations d'énergie de l'Inde, ce phénomène pourrait s'amplifier en 2023. Actuellement, plus de la moitié des importations de pétrole de l'Inde viennent encore du Moyen-Orient. Notre scénario retient une baisse de l'inflation de 5,5% en 2022 à 4%

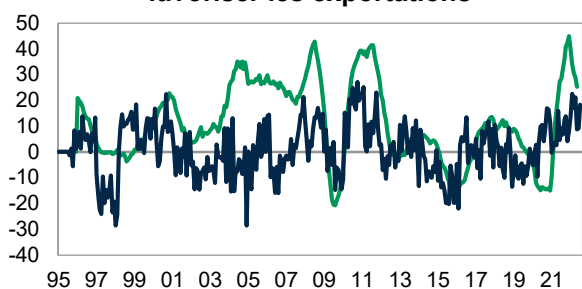
en 2023, dans la fourchette visée par la RBI. Par conséquent, le cycle de resserrement de la RBI pourrait s'achever au deuxième trimestre 2023 avec un *repo* culminant à 6,75%, suivi de baisses de taux à la fin 2023, avant les élections générales de mai 2024.

 En variation annuelle	2022	2023
PIB	6,8%	5,5%
Inflation	6,9%	5,5%

La roupie indienne a subi des pressions à la baisse en 2022, malgré les hausses de taux de la RBI. La devise a été pénalisée par l'appréciation du dollar et la montée des rendements des *US Treasuries*, mais aussi par un choc négatif des termes de l'échange dû à la hausse des prix de l'énergie. Le déficit courant se situerait à 3,0% du PIB en 2022 puis 3,2% du PIB en 2023. La hausse des exportations agricoles sera un facteur positif pour le commerce extérieur, mais la surperformance de l'économie indienne et le niveau toujours élevé des cours du pétrole maintiendront la balance courante dans le rouge. Pour que la roupie indienne se redresse, il faudrait que le dollar s'inscrive à la baisse : le pic du dollar devrait être atteint au dernier trimestre 2022 avec l'approche d'une récession aux États-Unis au premier semestre 2023 et l'arrêt des hausses de taux de la Fed. Nous prévoyons un cours de 82 roupies pour un dollar fin 2022, puis de 80 roupies pour un dollar fin 2023.

David FORRESTER

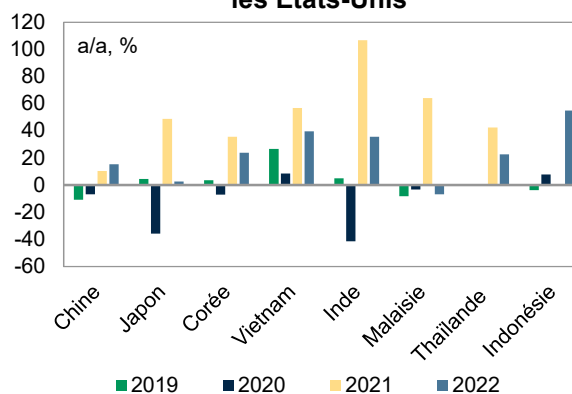
Inde : la Niña continue de favoriser les exportations



* L'indice SOI (*Southern Oscillation Index*) est un indice de la pression atmosphérique dans le Pacifique Sud, entre l'Australie et Tahiti. Un SOI élevé est propice au phénomène La Niña.

Sources : Bloomberg, CA CIB
— Exports réels a/a, %
— Indice SOI*

Asie : exportations vers les États-Unis



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB



SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Peu de marge pour espérer une baisse significative des cours

Gaz – Des perspectives peu optimistes

Transport maritime – Retour à la réalité pour le conteneur

Pétrole – Peu de marge pour espérer une baisse significative des cours

Les perspectives du marché pétrolier suggèrent un marché avec peu de marge pour absorber de nouvelles baisses de **production ou d'augmentation de la demande que l'on peut** redouter, si un terme est effectivement mis à la politique « zéro-Covid » en Chine. Notre scénario se base sur un prix du pétrole susceptible de se maintenir au-dessus de la barre des 100 dollars par baril en 2023 et 2024.

Depuis son plus haut en juin dernier, le cours du pétrole a perdu près de 30 dollars par baril. Ce repli est conjointement dû à une baisse de la demande et à une augmentation de l'offre notamment de l'OPEP cet été. Les prix élevés du pétrole et des marges de raffinage pèsent sur la consommation dans les pays développés et, tout particulièrement, aux États-Unis. La consommation d'essence pendant la « *driving season* » cet été y a baissé de 600 000 barils par jour par rapport à l'été 2021. La demande de pétrole en Chine a également été plus faible cet été avec la prolongation de la politique « zéro-Covid ». Par ailleurs, la production de l'OPEP a augmenté d'un million de barils depuis juin, grâce notamment à une reprise de la production libyenne et à une augmentation des productions des pays producteurs du Moyen-Orient. La baisse annoncée de 2 millions de barils par jour, effective depuis le mois de novembre, devrait ramener la production du cartel à ses niveaux de novembre 2021.

Les prix élevés du pétrole et des marges de raffinage pèsent sur la consommation dans les pays développés et tout particulièrement aux États-Unis.

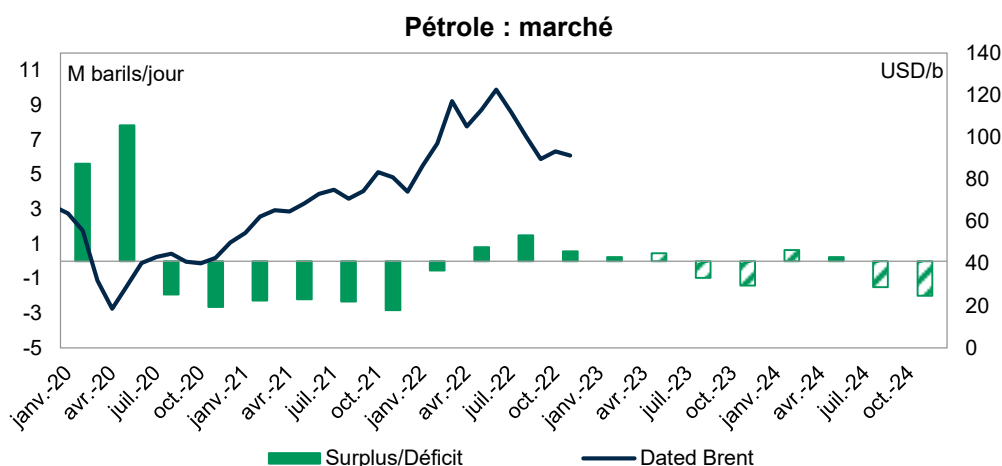
Avec des stocks sous les niveaux historiques dans les pays de l'OCDE et une production américaine de pétrole en faible hausse, **l'équilibre du marché pétrolier est à nouveau sous le contrôle de l'OPEP.** En supposant un conflit russo-ukrainien qui se prolonge sans accord politique permettant une fin des sanctions contre le pétrole russe, nous supposons que

l'OPEP adaptera sa production pour maintenir un prix du pétrole supérieur à 80 dollars par baril. Le marché pétrolier et l'OPEP doivent faire face à une baisse structurelle de la production de nombreux pays comme le Nigéria et l'Angola, faute d'investissements suffisants ces dernières années. Ils devront faire face également à une production libyenne fluctuante au gré des combats entre milices. Le marché pétrolier va vraisemblablement être confronté à une reprise de la demande chinoise avec l'amorce de la fin de la politique « zéro-Covid ». Nous considérons que la mise en place du prix plafond sur le pétrole russe par le G7 aura peu d'effet sur les exportations russes vers les pays émergents comme l'Inde, la Chine ou la Turquie.

 Prix moyen du pétrole par baril	
T4 2022	93
2023	106

Notre scénario se base sur un marché pétrolier qui restera très tendu tant que les sanctions sur le pétrole russe ou iranien ne sont pas levées. **Nos prévisions tablent sur un prix moyen du pétrole de 106 et 111 dollars par baril en 2023 et 2024 respectivement.**

Stéphane FERDRIN



Sources : ©OECD/IEA, OMR, Thomson Reuters, Crédit Agricole SA/ECO

Gaz – Des perspectives peu optimistes

En 2022, l'Europe a dû faire face à l'augmentation du prix du gaz naturel avec la chute des importations de gaz russes par gazoduc. Cette situation devrait malheureusement perdurer en 2023, voire en 2024, si le conflit russo-ukrainien ne trouve pas de solution politique.

Le prix du gaz naturel a joué aux montagnes russes depuis l'été. Après un sommet atteint fin août, le prix du gaz naturel s'est fortement déprécié au mois d'octobre, sans toutefois retrouver ses niveaux de 2020. Cette baisse est seulement conjoncturelle, liée aux températures exceptionnellement clémentes et au fait que les stocks de gaz naturel en Europe étaient déjà remplis à près de 90% à fin septembre et ne nécessitaient pas d'importantes injections pour atteindre le seuil de 90% fixé par les autorités européennes. **Avec l'arrivée du froid sur l'Europe début décembre, les prix du gaz naturel ont presque doublé par rapport à octobre et dépassent les 130 euros/MWh.**

Pour assurer ses besoins, l'Europe devra massivement se fournir sur le marché à court terme et flexible du GNL.

L'Europe peut se réjouir d'être parvenue à remplir ses stocks pour l'hiver dans un contexte compliqué avec la forte chute des flux de gaz russe depuis juin dernier. Toutefois, l'hiver 2022-2023 et surtout la prochaine période d'injection s'étalant sur les printemps et été 2023, ne s'annoncent pas comme un « long fleuve tranquille ». À consommation constante, l'Europe devra trouver sur le marché du GNL (Gaz Naturel Liquéfié) 34 milliards de m³ supplémentaires entre les mois de novembre 2022 et mars 2023. À défaut, l'Europe devra puiser dans ses stocks, au risque de finir l'hiver avec des stocks potentiellement à sec, ce qui compliquerait la reconstitution de ces derniers entre avril et octobre 2023. En effet, pendant

cette période, l'Europe sera privée de 20 milliards de m³ de gaz russe que l'Europe devra compenser sur le marché du GNL, dont l'offre ne devrait pas augmenter en 2023.

Par conséquent, **pour assurer ses besoins, l'Europe devra massivement se fournir sur le marché à court terme et flexible du GNL.** Il est probable que le continent soit obligé de détourner davantage de cargos en 2023 qu'en 2022. Près de 40% du GNL américain transite par des « agrégateurs » et cela ne suffira pas. L'Europe n'aura alors d'autres choix que de continuer de payer de fortes primes pour détourner les méthaniers initialement destinés à des clients asiatiques

UE – Importations de GNL

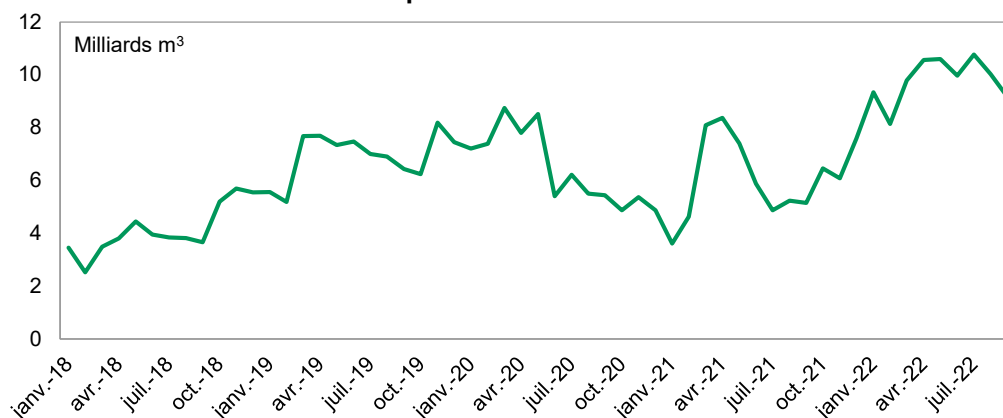
Janvier à septembre
2022

+40 milliards de m³

Ainsi **si l'Europe ne parvient pas à diminuer significativement sa consommation de gaz naturel, elle continuera d'être en compétition avec l'Asie** et sera condamnée à payer de fortes primes à la fois pour faire face aux pics de demande pendant l'hiver, mais aussi pendant la période d'injection – au printemps et en été – pour la constitution des stocks.

Stéphane FERDRIN

UE : importations brutes de GNL



Source : Crédit Agricole S.A.

Transport maritime – Retour à la réalité pour le conteneur

Au terme de deux années de prix stratosphériques résultant d'une reprise américaine exceptionnelle après les premiers confinements et de perturbations sans précédent de la logistique mondiale, le transport maritime de conteneurs subit un atterrissage plus brutal que prévu. Le marché se prépare désormais à un contrechoc d'offre engendré par la décongestion des ports et l'arrivée prochaine d'un flot de livraisons.

Ayant commencé à fléchir au lendemain de la guerre en Ukraine, **les taux de fret spot s'effondrent depuis le mois d'août**, entraînés par une chute spectaculaire de la demande et la réapparition d'une offre excédentaire. Les opérateurs tentent de contenir le reflux en réduisant les capacités par des fermetures de services ou des « *blank sailings* » (départ annulé par le transporteur) sans grand succès jusqu'ici. Les taux de fret spot se rapprochent rapidement de leurs niveaux d'avant pandémie tandis que les taux contractuels, plus résilients, amorcent à leur tour une décrue.

Selon l'organisation des transporteurs maritimes BIMCO, **les trafics intercontinentaux de conteneurs dans le sens de fret principal³ ont décroché en septembre** de 15% sur un an, avec des pertes supérieures à 20% sur le Transpacifique et sur l'Asie-Europe ramenant les volumes sous leurs niveaux de 2019. L'inflation et la crise énergétique pesant sur le pouvoir d'achat, le déplacement des dépenses de consommation des biens vers les services et les stocks à des niveaux élevés incitent les importateurs à déstocker. Les trafics mondiaux pourraient ainsi reculer de 4% en 2022, baisse la plus forte depuis 2009.

Alimentant par ailleurs l'offre de navires disponibles, une décongestion des ports est en cours malgré les confinements répétés perturbant la logistique terrestre en Chine, et les tensions sociales affectant les secteurs portuaires et ferroviaires en

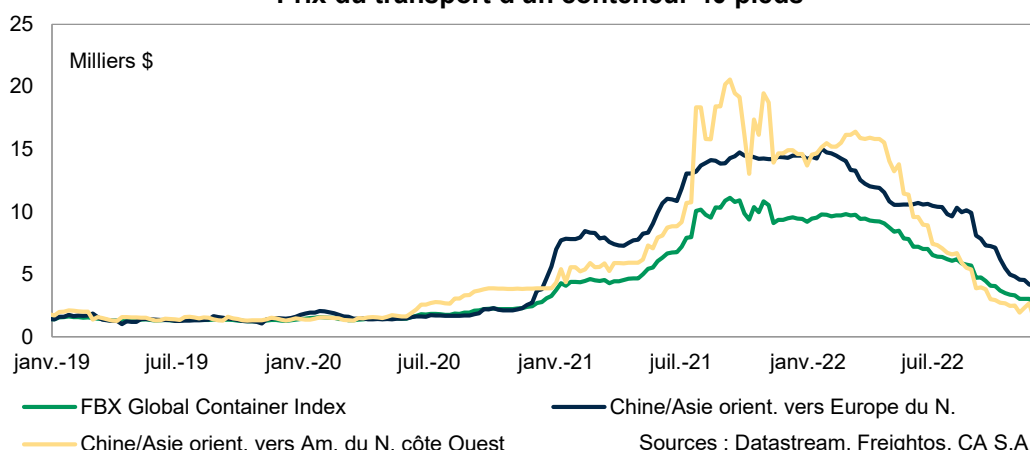
Europe et en Amérique du Nord. Si des perturbations demeurent localement avec des risques de nouveaux blocages, l'affaiblissement des trafics soulage la pression sur les ports et les retards à l'arrivée des navires tendent à se résorber.

Confronté à un carnet de commandes énorme qui débouchera sur des livraisons record en 2023-24, et aux vents contraires soufflant sur le commerce mondial (enjeux de souveraineté économique, risques de fragmentation géopolitique...), **le secteur ne devrait pas pouvoir échapper à une longue période de surcapacité**. Les opérateurs qui ont accumulé des bénéfices exceptionnels depuis deux ans continuent paradoxalement à commander des navires, adaptés pour répondre aux enjeux de la décarbonation.

Le maintien des taux de fret à des niveaux acceptables dépendra des actions défensives qui pourront être mises en œuvre telles que démolitions, report des livraisons, réduction des vitesses (moyen également de réduire les émissions de carbone) et mises à l'ancre de navires. Les opérateurs devraient être contraints de recourir plus que jamais à une gestion active des capacités par les *blank sailings* au détriment de la qualité de service et de la concurrence, au risque de raviver les critiques sur la concentration du secteur et le système des alliances océaniques.

Bertrand GAVAUDAN

Prix du transport d'un conteneur 40 pieds



³ Head-haul en anglais : sur une route, la direction des volumes de conteneurs dominants ; elle détermine les besoins de capacité des bateaux.



MARCHÉS

Politique monétaire – Priorité affirmée à la lutte contre l’inflation

Taux d’intérêt – Ne pas parier sur des assouplissements monétaires précoces

Taux de change – Vers une légère éclipse du dollar

Politique monétaire – Priorité affirmée à la lutte contre l'inflation

Peu importe la cadence à laquelle les économies se dirigent vers la récession, les banques centrales n'en ont pas fini avec la lutte contre l'inflation. Elles ne prendront pas le risque de baisser la garde trop vite et ce d'autant que l'inflation sous-jacente pourrait se révéler plus résistante que prévu. Le « pivot » tant espéré par les marchés sera moins le prélude à une baisse rapide qu'à une pause, accompagnée en outre de resserrements quantitatifs.

RÉSERVE FÉDÉRALE : UN RALENTISSEMENT, PAS UN REVIREMENT

Après des hausses de taux agressives cette année, totalisant 375 points de base jusqu'en novembre, la Fed a signalé son intention de ralentir le rythme des hausses, tout en précisant que le resserrement n'était pas parvenu à son terme. Les chiffres encourageants de l'inflation au mois d'octobre peuvent suggérer que l'inflation a dépassé son point haut, mais ce n'est qu'un pas préliminaire dans la bonne direction : le marché du travail reste très tendu et il est bien trop tôt pour crier victoire.

En décembre, la Fed a effectivement procédé à une hausse « limitée » à 50 points de base, portant la fourchette cible à 4,25%-4,50% : une pause n'est pas imminente pour autant. Au contraire, la Fed continuera à relever ses taux jusqu'au premier trimestre 2023, avec une deuxième hausse de 50 points de base en février, suivie d'une hausse de 25 points de base en mars, aboutissant au taux final de 5,00-5,25% pour la fourchette cible du taux des *Fed funds*. Les marchés tablent actuellement sur un taux final un peu inférieur à 5% : cela nous semble un peu trop faible.

La Fed attendra que l'inflation revienne plus durablement vers l'objectif de 2% avant d'envisager un assouplissement.

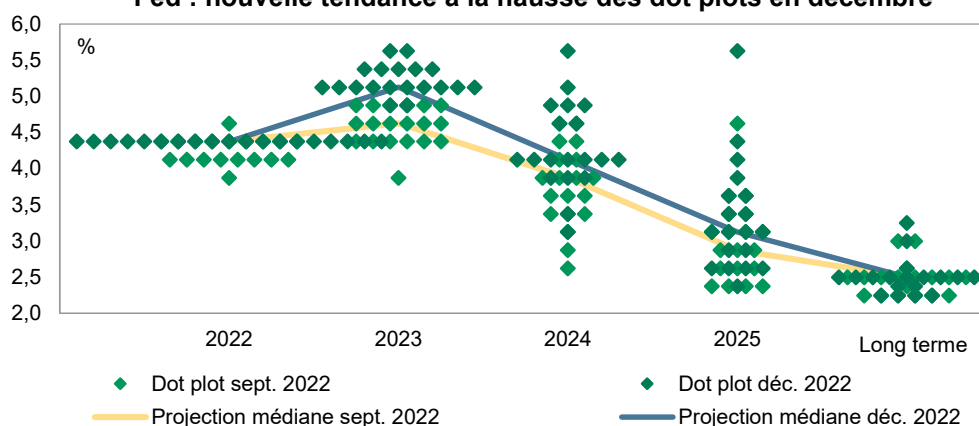
Cependant, notre désaccord le plus important avec les anticipations du marché se situe au cours de la dernière partie de 2023, période pour laquelle les

marchés tablent sur près de 50 points de base de baisse des taux directeurs : cela nous semble trop optimiste. La Fed devrait plutôt laisser ses taux inchangés jusque fin 2023, même en cas de légère récession : l'inflation reste de loin sa priorité numéro un et la Fed préférera pêcher par excès plutôt que par manque de rigueur.

Alors qu'en « temps normal », la légère récession inscrite dans notre scénario pourrait induire un certain assouplissement monétaire, dans le contexte actuel, la Fed attendra que l'inflation revienne plus durablement vers l'objectif de 2% avant d'envisager un assouplissement. Elle assouplira sa politique de manière progressive, une stratégie de gestion du risque lui permettant de suivre de près les chiffres de l'inflation pour détecter tout signe de réaccélération. L'assouplissement n'interviendrait donc pas avant 2024, année durant laquelle nous attendons des baisses de taux directeurs totalisant 100 points de base.

Après avoir atteint son rythme maximum en septembre, le dégonflement du bilan de la Fed va se poursuivre comme annoncé en mai. Le resserrement quantitatif (ou QT pour *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

Fed : nouvelle tendance à la hausse des dot plots en décembre



Sources : Fed, Crédit Agricole CIB

doublé pour atteindre un plafond mensuel de 95 milliards de dollars. Le QT sera probablement terminé lorsque les baisses de taux commenceront, afin que les deux outils monétaires ne fonctionnent pas

à l'encontre l'un de l'autre. Notre scénario central ne table néanmoins pas sur une fin du QT dès 2023.

Nicholas VAN NESS

BCE : POURSUITE DURESSERREMENT MONÉTAIRE

Les hausses de taux ont été la première réaction de la BCE : en moins de six mois, la banque centrale a relevé son taux de dépôt de plus de 200 points de base (pb), passant ainsi d'un niveau extrêmement accommodant à un seuil restrictif.

Cette remontée des taux, aussi importante qu'elle soit, n'est pas terminée : il est clair que la BCE va poursuivre ses hausses de taux. Cependant, alors que les taux sont en territoire restrictif, les futures hausses seront probablement réduites. Par ailleurs, la BCE devrait parvenir rapidement à son taux terminal : **notre scénario retient donc un arrêt de la remontée de taux par la BCE en mars 2023, avec un taux de dépôt sous les 3%.**

Le quantitative tightening pourra perdurer aussi longtemps que la BCE détiendra des titres dans son bilan.

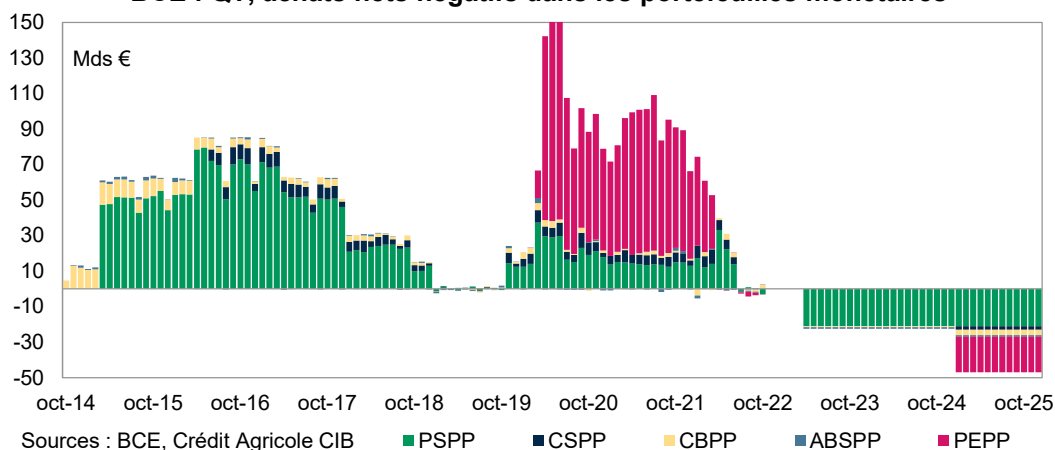
Le resserrement monétaire de la BCE va cependant se poursuivre : le changement des modalités des TLTROs va encourager les banques à rembourser par anticipation ces crédits, dans la continuité des remboursements par anticipation de novembre et décembre 2022. **Ces remboursements vont avoir un**

impact très marqué sur les conditions de crédit bancaires en zone euro : en effet, la relative raréfaction de la liquidité devrait encourager les établissements bancaires à se montrer plus regardants dans leurs conditions de crédit. Compte tenu de l'importance du crédit bancaire en zone euro, ce canal pourrait s'avérer le plus puissant en matière de resserrement monétaire.

Enfin, **la BCE va mettre en place son « quantitative tightening » au cours du deuxième trimestre 2023**. Cette réduction des portefeuilles devrait être graduelle et prévisible. Elle aura néanmoins un impact sur le degré d'accommodation monétaire : en recréant la prime de terme et en favorisant un potentiel écartement des *spreads* (souverains et privés), le *quantitative tightening* complètera le resserrement initié par la hausse des taux et les remboursements des TLTROs. Contrairement aux hausses de taux que nous voyons se terminer en mars 2023 et aux remboursements de TLTRO qui s'achèveront au plus tard en décembre 2024, le *quantitative tightening* pourra perdurer aussi longtemps que la BCE détiendra des titres dans son bilan : sur plusieurs décennies.

Louis HARREAU

BCE : QT, achats nets négatifs dans les portefeuilles monétaires



BANQUE D'ANGLETERRE : JOUER SUR DEUX FRONTS

Quantitative Easing pour les questions de stabilité financière, Quantitative Tightening pour les objectifs de la politique monétaire

Le mois de septembre a été très particulier au Royaume-Uni : la Banque d'Angleterre (BoE) a en effet dû venir au secours du marché des *gilts* en raison de graves difficultés rencontrées par les fonds de pension suite au « mini-budget » du 23 septembre. Entre le 28 septembre et le 4 octobre, la BoE a acheté des obligations d'État à long terme et des *gilts* indexés, sur une base temporaire et ciblée, relançant *de facto* son programme d'assouplissement quantitatif (QE), afin de stabiliser le marché de la dette publique à long terme où des ventes massives menaçaient de rendre les fonds de pension insolubles et de faire s'effondrer le marché du logement.

L'intervention de la BoE a permis de stabiliser la situation mais la confiance des investisseurs n'est revenue qu'après le changement de gouvernement et une modification radicale de la politique budgétaire. **De nouvelles périodes de tension restent possibles dans la mesure où l'offre de titres sur le marché de la dette publique britannique va rester importante.** Les besoins bruts de financement pour les quatre prochaines années ont été revus en hausse de plus de 300 milliards de livres sterling depuis le mois de mars.

Mais, contrairement aux années précédentes durant lesquelles l'inflation était faible, le gouvernement ne peut plus compter sur la BoE pour participer à son financement. En novembre, afin de satisfaire ses objectifs de politique monétaire, la BoE a commencé à vendre des *gilts* présents dans son stock d'actifs (stock qui, début novembre, comprenait 837 milliards de livres sterling d'obligations d'État et 17,4 milliards d'obligations d'entreprises). Ces ventes interviennent au titre de son programme de resserrement quantitatif (QT) qui a pour objectif de réduire le stock de *gilts* de 80 milliards de livres sterling par an. Toutefois, à la suite des turbulences sur le marché de la dette publique à long terme, la BoE a décidé de répartir ses ventes de *gilts* de manière égale, mais uniquement sur la partie courte et la partie moyenne de la courbe. Parallèlement, fin novembre, les *gilts* achetés dans le cadre du portefeuille de stabilité financière ont également été mis à la disposition des acheteurs intéressés.

La fin de la hausse des taux directeurs se rapproche

La perspective d'une récession à partir du troisième trimestre, provoquée par une crise historique du coût de la vie, devrait conduire à une attitude plus accommodante au sein du Comité de politique

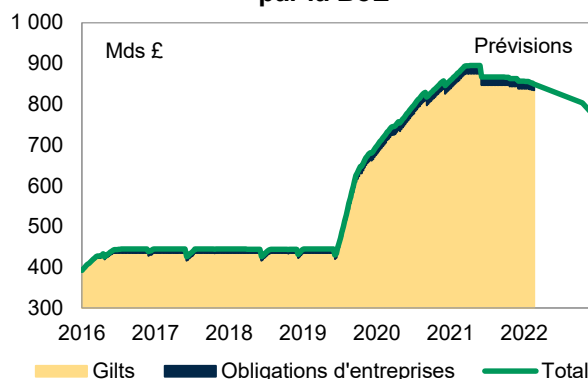
monétaire (MPC) et à un resserrement plus lent de la politique monétaire. La BoE a procédé à huit hausses de son taux directeur depuis décembre 2021, le portant de 0,10% à 3% en novembre. En novembre, elle a accéléré le rythme du resserrement avec une hausse de 75 points de base. Le MPC a cependant adopté une position moins agressive, en déclarant que le pic du taux directeur serait plus bas que les marchés ne l'estimaient (5,25% au troisième trimestre 2023). Cette position était par ailleurs accompagnée par des prévisions d'inflation qui, à deux et trois ans, se situaient bien en deçà de l'objectif de 2%, malgré les risques haussiers les plus élevés jamais enregistrés.

L'intervention de la BoE a permis de stabiliser la situation.

Le programme de consolidation budgétaire annoncé dans l'*Autumn Statement* du 17 novembre devrait renforcer les pressions baissières sur l'inflation à moyen terme. **Par conséquent, nos prévisions sur le taux directeur sont revues à la baisse: alors qu'après le « mini-budget » nous anticipions un pic à 4,50% en juin 2023, nous tablons à présent sur un pic à 4% en février 2023.** Notre scénario retient deux hausses de 50 points de base chacune, en décembre puis en février, lorsque la BoE publiera son prochain rapport de politique monétaire. En 2023, l'orientation budgétaire sera plus restrictive qu'en 2022 et l'inflation commencera probablement à refluer à partir du deuxième trimestre : cela devrait renforcer la confiance de la BoE sur le retour durable de l'inflation vers l'objectif. Les risques restent cependant orientés à la hausse, principalement en raison des tensions persistantes sur le marché du travail, elles-mêmes liées à un taux d'inactivité élevé et encore croissant.

Slavena NAZAROVA

R-U : stock de titres détenus par la BoE



Sources : BoE, Crédit Agricole S.A.

BANQUE DU JAPON : AUCUN CHANGEMENT EN 2023

La BoJ laissera sa politique inchangée en 2023, sur fond de retour probable de l'inflation sous la barre des 2%

L'inflation sous-jacente hors produits frais ayant dépassé les 2%, les marchés ont commencé à envisager la possibilité d'un ajustement de la stratégie actuelle d'assouplissement de la Banque du Japon (BoJ) en 2023. Pour notre part, nous n'anticipons **aucun changement de la politique de la BoJ en 2023** : elle laissera en place sa politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*) afin de maintenir un environnement monétaire accommodant et ainsi renforcer la reprise de la consommation intérieure et des investissements privés. Dans son évaluation de l'économie japonaise, la banque centrale estime que la reprise actuelle n'en est qu'à ses débuts et que resserrer sa politique dès maintenant augmenterait le risque de revivre le scénario du milieu des années 2000, lorsque la BoJ avait échoué à sortir le Japon de la déflation.

Le retour à un taux d'épargne négatif des entreprises est une condition préalable à un début de normalisation

Il existe une forte corrélation entre le taux d'épargne des entreprises et l'inflation sous-jacente hors produits frais. Ainsi, même lorsque les prix de l'énergie « montent en flèche », l'évolution de l'inflation sous-jacente tend à renouer avec celle du taux d'épargne des entreprises. L'inflation sous-jacente est actuellement au-dessus de 2%, mais le taux d'épargne des entreprises restant positif, cette situation n'est pas durable : l'inflation sous-jacente finira par revenir au niveau suggéré par sa corrélation habituelle avec le taux d'épargne des entreprises.

De réels changements de politique monétaire ne devraient pas intervenir avant que le taux d'épargne des entreprises ne retombe en territoire négatif.

En outre, à 1,5% en glissement annuel, l'inflation sous-jacente hors produits frais et énergie (bien corrélée à la demande intérieure) reste faible et inférieure à l'objectif de 2%. Or, un redressement de la demande intérieure ramenant le taux d'épargne des entreprises en territoire négatif (ce qui serait une situation normale), éliminant ainsi entièrement les forces déflationnistes structurelles qui pèsent sur l'économie : telle est la condition nécessaire au maintien de l'inflation.

Ajustement de la politique en 2024, mais pas de changement avant 2025

Le premier ajustement de la politique monétaire de la BoJ devrait intervenir en 2024, avec un élargissement de la fourchette de fluctuation (actuellement fixée à

+/-0,25%) autour de l'objectif de 0,0% pour le *Japanese Government Bond* (JGB) à dix ans. La BoJ justifiera probablement ce changement en déclarant que la baisse de l'excès d'épargne des entreprises japonaises est suffisante pour éloigner le risque d'un retour de déflation.

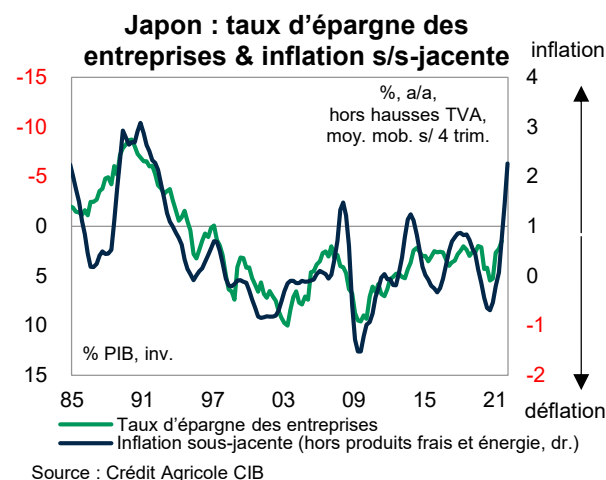
Cependant, de réels changements de politique monétaire ne devraient pas intervenir avant que le taux d'épargne des entreprises ne retombe en territoire négatif, ce qui pourrait intervenir en 2025. L'inflation, soutenue par la fermeté de la demande intérieure et la progression des salaires, devrait alors être d'environ 2%. La BoJ pourrait alors décider de remonter son objectif du JGB à dix ans, actuellement à 0%.

Le taux directeur (actuellement négatif) ne devrait pas être relevé avant 2026, une fois que la BoJ aura évalué l'effet de la suppression du YCC et confirmé que l'économie japonaise est suffisamment robuste pour supporter une normalisation complète de sa politique monétaire. La normalisation totale, c'est-à-dire le retour à des taux directeurs positifs, n'interviendrait qu'en 2027.

Le prochain gouverneur de la BoJ maintiendra le cadre d'assouplissement actuel

Le mandat du gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda, prend fin en avril 2023. Les marchés s'interrogent sur l'éventualité d'une remise en cause de l'analyse de la BoJ sur l'inflation et de sa politique avec l'arrivée d'une nouvelle direction. Toutefois, la stratégie actuelle d'assouplissement sera maintenue, quel que soit le nom du prochain gouverneur de la BoJ, jusqu'à ce que l'objectif d'une inflation à 2% soit atteint de manière durable. Le gouvernement ayant réaffirmé son engagement à maintenir la stratégie des *Abenomics*⁴, il est peu probable que la Diète actuelle soutienne un candidat qui ne serait pas favorable à une politique d'assouplissement monétaire.

Arata OTO



⁴ Ensemble de mesures macro-économiques mises en place à partir de 2013 par Shinzo Abe, le Premier ministre de l'époque, visant notamment à sortir le pays de la déflation.

Taux d'intérêt – Ne pas parier sur des assouplissements monétaires précoces

Inflation n'ayant pas encore rendu les armes, politiques monétaires déterminées à la combattre, récession en ligne de mire : **tels sont les ingrédients clés du scénario de taux d'intérêt**. Le redressement des taux longs reste lesté par des perspectives de croissance au mieux médiocre voire franchement faible. Cela suscite une inversion des courbes modulée selon le degré de maturité du cycle économique et monétaire : franche aux États-Unis, modérée en Allemagne.

ÉTATS-UNIS : LA REMONTÉE DU TAUX FINAL DE LA FED ACCENTUE L'INVERSION DE LA COURBE

La Fed a relevé ses taux de 50 points de base, portant la fourchette cible à 4,25-4,50% le 14 décembre, et réduisant ainsi le rythme des hausses après quatre relèvements consécutifs de 75 pbb. Elle a néanmoins augmenté le point médian de 2023 de 50 pbb à 5,125%, ce qui est considéré comme le taux directeur final pour le cycle de resserrement actuel.

Les membres de la Fed tiennent compte du cumul des hausses de taux précédentes et du délai avec lequel les hausses de taux ont un impact sur la croissance, l'inflation et les conditions financières. Lors d'interventions récentes, des membres de la Fed ont souligné que la lutte contre l'inflation était loin d'être terminée et que le niveau final du taux directeur importait davantage que la taille des hausses individuelles. Ils estiment cependant que la politique monétaire va « changer de rythme », les taux directeurs étant désormais en territoire restrictif.

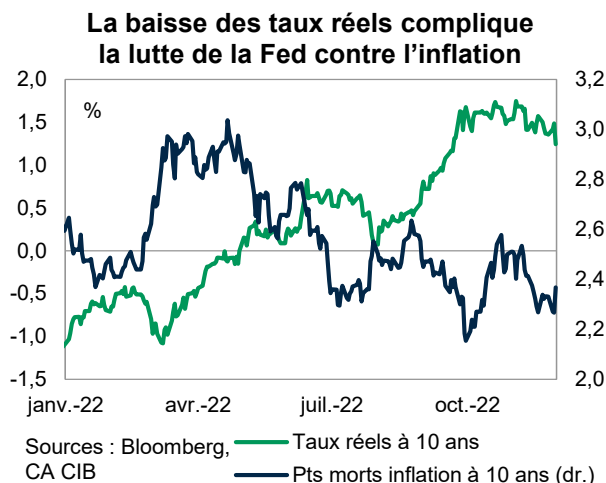
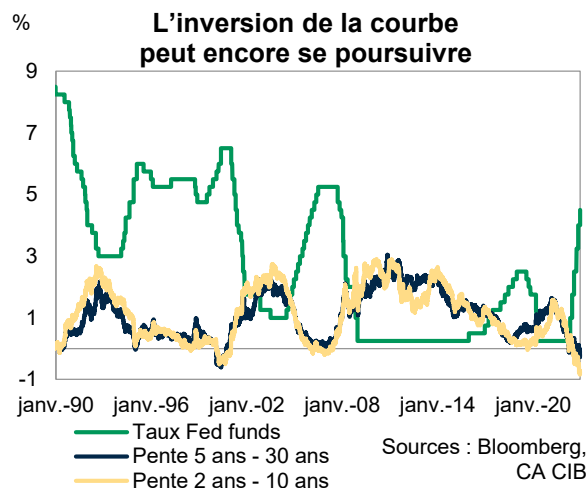
Le niveau toujours élevé de l'inflation empêchera la Fed d'assouplir sa politique tant que l'inflation ne sera pas plus proche de son objectif.

Dans ce contexte de hausse des taux directeurs, **les taux des Treasuries devraient augmenter modérément au cours des prochains mois et l'inversion de la courbe s'accroître**. Alors que le marché évalue le pic du taux des *Fed funds* à près de 4,90%, les risques sont orientés à la hausse. Selon nos prévisions, le taux à dix ans culminerait autour de 4,15% au cours du premier semestre 2023 et la pente deux ans-dix ans

atteindrait son inversion maximale (-105 points de base) au premier trimestre 2023. Il faut remonter aux années 1980, lorsque le taux directeur avait atteint 20% et l'inflation 12%, pour retrouver une telle inversion de la courbe des taux. Si le plus bas niveau historique de la pente deux ans-dix ans avait été de -242 points de base début 1980, une inversion de 150 points de base n'était pas rare pendant cette période de forte inflation.

Alors que le ralentissement de la croissance en 2023 nécessiterait un certain soutien monétaire, le niveau toujours élevé de l'inflation empêchera la Fed d'assouplir sa politique tant que l'inflation ne sera pas plus proche de son objectif, la stabilité des prix restant le principal objectif de la banque centrale. **Notre scénario central table sur une légère récession mi-2023, une légère hausse du taux de chômage tout au long de l'année 2023 et une lente diminution de l'inflation : dans ce contexte, la Fed attendra 2024 avant de commencer à baisser ses taux.**

Nos prévisions sont moins dovish que les prévisions actuelles du marché, qui tablent sur un assouplissement d'environ 50 points de base en 2023 et sur un assouplissement total de 200 points de base entre juin 2023 et juin 2025. Le marché a une interprétation trop généreuse de la baisse de régime. De plus, les taux réels à dix ans ont baissé de plus de 50 points de base récemment, ce qui complique la lutte de la Fed contre l'inflation élevée.



En 2024, la baisse de l'inflation à près de 2% (à un niveau qui ne sera que légèrement supérieur à l'objectif) **permettra probablement à la Fed de commencer à baisser ses taux pour relancer l'économie**, après une période prolongée de croissance inférieure à la tendance.

Les taux des *Treasuries* commenceront probablement à décliner vers la mi-2023. La tendance à la baisse des

taux et à la pentification de la courbe devrait se poursuivre ensuite au second semestre 2023 et au premier semestre 2024. La pente deux ans-dix ans redeviendrait positive vers la fin de l'année 2024. Le taux à deux ans sera inférieur d'environ 100 points de base au taux directeur fin 2024, de nouvelles baisses des taux étant probables en 2025.

Alex LI

EUROPE : NE VENDEZ PAS LA PEAU DE L'OURS...

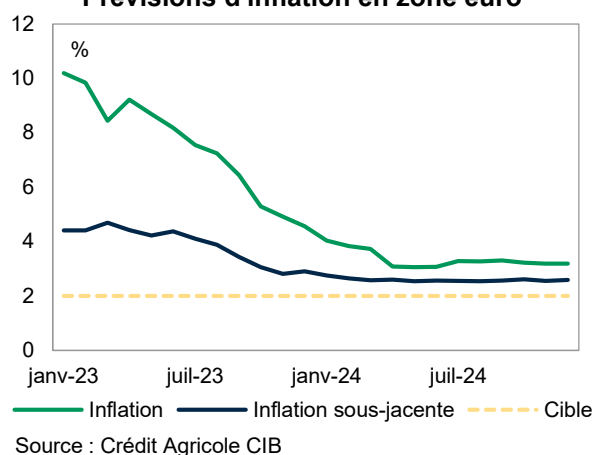
Avec des pertes de plus de 20% en termes de rendement global, **2022 a été la plus mauvaise année jamais enregistrée pour les titres d'État européens**. Après cette année noire, les investisseurs espèrent que la décrue de l'inflation leur permettra de retrouver un rendement positif l'an prochain. Nous partageons l'idée selon laquelle l'année 2023 ne sera pas aussi mauvaise que 2022, mais la rentabilité restera négative, principalement en raison de la résistance à la baisse de l'inflation, un phénomène qui reste sous-estimé par les investisseurs. De plus, le soulagement suscité récemment par la baisse des prix de l'énergie peut rapidement changer : l'hiver reste à venir, le processus de réouverture *post-Covid* de la Chine n'a pas encore eu lieu et nous n'avons pas encore observé tous les effets de l'inflation élevée sur l'inflation sous-jacente et les salaires.

La poussée inflationniste des derniers trimestres annonce clairement une politique restrictive de la part de la BCE, mais le pic de l'inflation sous-jacente reste probablement à venir. Il convient de souligner que le pic de l'inflation devrait se situer très nettement au-dessus de l'objectif de 2%, le retour à la normale n'intervenant que courant 2024 au plus tôt, en supposant que les facteurs liés à l'offre ne se dégradent pas à nouveau. Prévoir l'évolution de l'inflation est un exercice difficile en raison de la volatilité de ses composantes, mais nous tablons sur une inflation et une inflation sous-jacente autour respectivement de 5% et 3% fin 2023. Compte tenu du niveau élevé des moyennes attendues sur l'année 2023 (7,5% pour

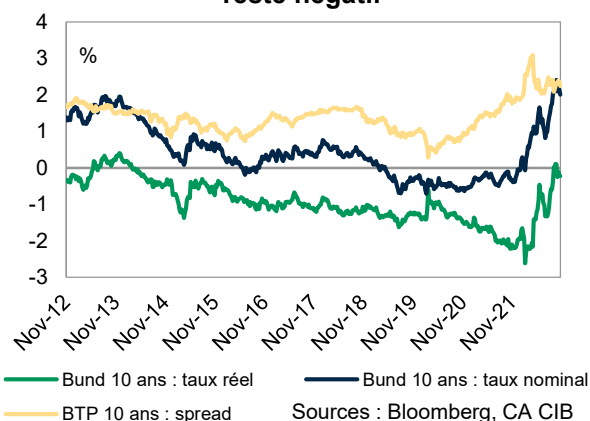
l'inflation et 4% pour l'inflation sous-jacente en zone euro), il n'est pas abusif d'évoquer une inflation « omniprésente ». De plus, les signes de resserrement des conditions financières sont limités et aucun signe d'affaiblissement de la demande n'est encore réellement perceptible : dans ce contexte, les taux sans risque et les rendements réels devraient continuer d'augmenter en 2023.

Il nous semble que **les augmentations de salaire supérieures au taux d'inflation cible sont un facteur moins critique que les mesures prises par les gouvernements**. Les hausses de prix significatives pourraient être socialement déstabilisantes et les gouvernements assument donc, à juste titre, leur travail de stabilisation. Outre les subventions sur les prix de l'énergie, qui soutiennent sa consommation, chaque pays prend des mesures pour aider les ménages à faire face à la hausse des prix, un concept qui s'étend par exemple à l'allègement du coût des crédits hypothécaires en Espagne. Or, si l'extension des mesures budgétaires a finalement pour effet d'annuler l'impact attendu du resserrement monétaire de la BCE, les intervenants de marché devraient réévaluer le reflux attendu de l'inflation. Et, si les budgets commencent à stimuler à nouveau la croissance (ce qui demandera *in fine* un effort de stabilisation de la part des gouvernements), il faut également en attendre un impact sur la politique de la BCE ainsi que sur les volumes d'émissions obligataires, à un moment où la BCE essaie de réduire la taille de son bilan.

Prévisions d'inflation en zone euro



Le rendement réel du Bund reste négatif



L'idée selon laquelle à elles seules les hausses de taux directeurs suffiront à faire baisser l'inflation semble plutôt « fantaisiste ». La particularité de ce cycle est que les banques centrales essaient de provoquer une « récession contrôlée », afin de réduire la demande et de créer des ressources disponibles (en particulier sur le marché du travail) : il est donc important que les politiques budgétaires et monétaires se coordonnent pour atteindre, de concert, cet objectif. En raison de l'inflation, le taux d'épargne devrait baisser pour compenser la baisse des revenus réels ; mais des taux réels positifs devraient également stimuler la demande d'investissements sûrs, comme les obligations d'État, tout en décourageant la consommation. De plus, des rendements réels suffisamment élevés pourraient amener les gouvernements eux-mêmes à remettre en cause leurs plans de dépenses et de déficit récurrent ; nous sommes encore très loin d'un tel constat.... Alors que les rendements réels des BTP à dix ans sont de 165 points de base, ceux du Bund sont négatifs (d'environ -30 points de base) : cela ne signale pas une politique trop restrictive, mais implique un retour à long terme de l'inflation vers l'objectif.

Pour 2023 nous prévoyons donc des rendements réels positifs et plus élevés pour tous les emprunts d'État, en cohérence avec une politique restrictive.

Les courbes des taux devraient continuer leur mouvement de hausse accompagnée d'un aplatissement (*bear flattening*), voire d'une inversion, inversion plus prononcée pour la courbe des taux allemands et celle des taux de *swap*. Les anticipations de politique restrictive de la BCE devraient peser sur les perspectives de croissance et soutenir la demande pour les titres longs. Les emprunts d'État, peu prisés par les investisseurs individuels et le secteur privé en général au cours de la dernière décennie en raison de rendements nominaux négatifs, retrouvent les faveurs de ces derniers. Les investisseurs individuels et le secteur privé pourraient prendre la relève du secteur public comme moteur de la demande de titres. Le resserrement quantitatif (ou QT pour *Quantitative Tightening*) de la BCE n'entraînera pas une hausse des rendements à long terme mais devrait contribuer à l'augmentation des rendements réels sous l'effet de la résorption des excès de liquidités.

Le resserrement quantitatif, en supposant qu'il consiste à laisser les obligations arriver à échéance sans procéder à des ventes actives, **s'étalera sur plusieurs années**. Le bilan de la BCE diminuera toutefois de manière significative dans les prochains

mois sous l'effet du remboursement des TLTRO : la structure de coût mise en place incite en effet les banques à procéder rapidement à ces remboursements. Cela devrait se traduire par une certaine pression haussière sur les coûts de financement et les taux monétaires, conséquence d'un coût de financement plus élevé pour les banques de la zone euro. Avec environ 400 milliards d'euros de titres d'État (essentiellement d'émetteurs périphériques) utilisés comme collatéral, le remboursement des TLTRO pourrait atténuer la pénurie de titres à court terme et susciter un écartement des *spreads* périphériques. Les *spreads* périphériques devraient néanmoins afficher une bonne résistance : ils resteraient essentiellement directionnels (comme cela a été le cas en 2022) et subiraient donc de modestes pressions à l'élargissement.

L'inflation a eu un impact positif pour les gouvernements en augmentant leurs recettes et en diminuant le poids de la dette qui est essentiellement à taux fixe.

L'inflation a eu un impact positif pour les gouvernements en augmentant leurs recettes et en diminuant le poids de la dette qui est essentiellement à taux fixe. **Notre scénario central ne table pas sur une récession profonde pour la zone euro l'an prochain** : dans un tel contexte, les gouvernements devraient pouvoir continuer de dépenser leurs recettes exceptionnelles. Comme nous l'avons mentionné précédemment, une forte augmentation des déficits serait toutefois problématique et nous amènerait à réviser nos prévisions. Le cycle d'inflation de la zone euro semble suivre celui des États-Unis avec six mois de retard. Avec un écart plus important de l'inflation par rapport à son objectif, lui-même moins flexible, la BCE va immanquablement réviser ses prévisions d'inflation à la hausse et réagir à ces révisions. C'est seulement lorsque des signes de maîtrise de l'inflation apparaîtront (vers fin 2023) que pourra être envisagé un retournement du cycle des taux accompagné d'un début de pentification de certains secteurs de la courbe des taux : ce n'est donc pas avant 2024. **Pour l'instant, la situation (croissance faible, marchés du travail tendus, conditions financières et *spreads* stables) devrait permettre à la BCE de poursuivre son cycle de resserrement monétaire.**

Bert LOURENCO

Taux de change – Vers une légère éclipse du dollar

Après avoir été soutenu par l'aversion au risque, une croissance sur-stimulée et un resserrement monétaire précoce et puissant aux États-Unis, le dollar a certainement fini de « sourire ». Récession même légère et pause monétaire aux États-Unis, aggravation des déséquilibres extérieurs américains, surévaluation du dollar, importance des positions acheteuses et interventions possibles sur le marché des **changes destinées à l'affaiblir** : la devise américaine devrait céder un peu de terrain en 2023.

PAYS DÉVELOPPÉS : FIN DE L'ASCENSION DU DOLLAR MAIS PAS DE FORT REcul

Le grand thème de 2023 pourrait être la fin de l'ascension du dollar. Notre scénario retient un affaiblissement du dollar contre toutes les devises du G10 mais différencié : recul plus marqué face au yen, au dollar australien, au dollar néo-zélandais, ainsi que face aux devises des pays exportateurs d'énergie comme le Canada et la Norvège mais sous-performance moins prononcée en 2023 (voire inversée en 2024) face à l'euro, la livre sterling, le franc suisse et la couronne suédoise.

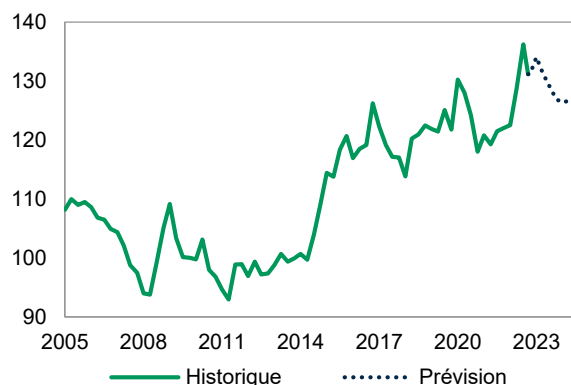
Le récent passage à vide du dollar s'explique principalement par une correction de l'excès de positions acheteuses sur les marchés. Les investisseurs ont également récemment commencé à réévaluer leurs prévisions sur la politique monétaire de la Fed, en raison de la stabilisation de l'inflation et du ralentissement de la croissance aux États-Unis. À l'horizon 2023, les tendances macro-économiques récentes devraient se poursuivre aux États-Unis, ce qui suggère que l'appréciation du dollar pourrait prendre fin prochainement. **Récession même légère aux États-Unis, arrêt des hausses de taux de la Fed, aggravation des déséquilibres extérieurs américains, surévaluation du dollar, importance des positions acheteuses et interventions possibles sur le marché des changes destinées à l'affaiblir** : la devise américaine devrait perdre un peu de terrain en 2023.

Notre scénario retient un affaiblissement généralisé mais différencié du dollar contre toutes les devises du G10.

Nous prévoyons effectivement qu'une **légère récession mettra fin au cycle de hausse des taux de la Fed au premier trimestre 2023**. Historiquement, le dollar a eu tendance à sous-performer ou à stagner au cours des six premiers mois de chaque récession américaine depuis 1980 (hormis celle de 2001), avec un recul moyen de 2% du taux de change effectif nominal du dollar. Le yen et le franc suisse sont historiquement les deux plus grands bénéficiaires en cas de sous-performance du dollar liée à une récession. En ce qui concerne la politique monétaire de la Fed, le cycle de hausse des taux devrait prendre fin en mars 2023 et laisser la place à une période d'attente de plus en plus forte de baisses des taux

directeurs, ce qui pèsera sur le dollar. Ce dernier pourrait souffrir davantage, si l'assouplissement des conditions financières mondiales stimule l'appétit pour le risque : on a ainsi pu voir ces dernières semaines que la montée de l'appétit pour le risque avait pesé sur un dollar.

Taux de change effectif nominal du dollar



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Les déséquilibres extérieurs américains, quant à eux, se sont aggravés et le déficit de la balance de base américaine a atteint un niveau record en 2022. Cette faiblesse devrait persister en 2023 et peser sur le dollar : les afflux de capitaux étrangers vers les marchés actions et obligataires américains et les investissements directs étrangers vers les États-Unis, jusqu'alors favorables au dollar, ont commencé à diminuer récemment. Cette situation pourrait profiter aux principales devises de financement comme le yen, l'euro et le franc suisse. En ce qui concerne la surévaluation de la devise et l'importance des positions acheteuses, le dollar semble toujours suracheté et n'a jamais été aussi surévalué avant une récession au cours des cinquante dernières années. Ces facteurs pourraient accélérer toute correction baissière dans les mois à venir. Et alors que le dollar reste la devise la plus surévaluée du G10 selon notre modèle de juste valeur à long terme (VALFeX), le dernier repli du billet vert a vu le dénouement d'une grande partie des positions vendeuses de dollars sur le marché des changes.

Les interventions sur le marché des changes destinées à affaiblir le billet vert, enfin, seraient provoquées par les craintes concernant l'impact de l'appréciation du dollar sur la stabilité financière mondiale, craintes qui pourraient amener les marchés à tabler sur des interventions des banques centrales pour soutenir leurs devises face au dollar. L'ensemble de ces actions pourrait faciliter une correction baissière sur le dollar en 2023, même si la surévaluation actuelle de la devise ne semble pas encore justifier une intervention correctrice du type Accord du Plaza.

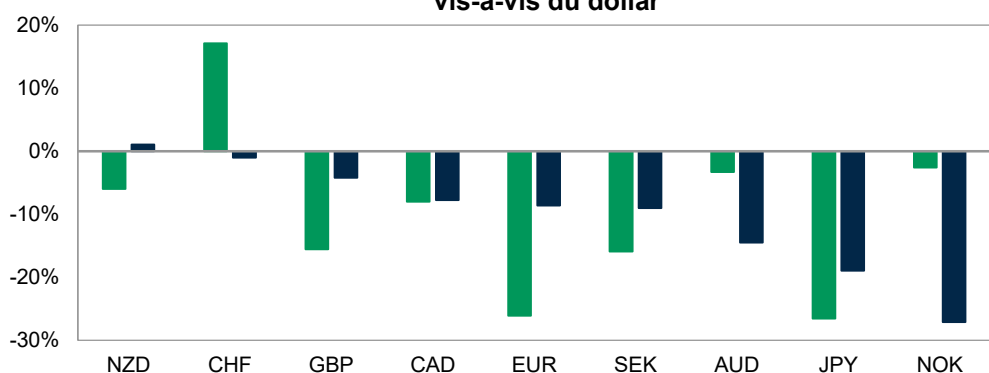
En ce qui concerne le reste du G10, les cycles de resserrement de la plupart des banques centrales atteindront leur apogée au premier semestre 2023. Par ailleurs, les économies asiatiques pourraient surperformer leurs homologues européennes et nord-américaines grâce à la réouverture *post-Covid* de l'économie chinoise. Enfin, les niveaux historiquement élevés des prix de l'énergie rendront les économies des pays exportateurs d'énergie plus résistantes que celles des pays importateurs. Par conséquent, nous prévoyons un affaiblissement du dollar contre toutes

les devises du G10 avec un recul plus marqué face au yen, au dollar australien, au dollar néo-zélandais ainsi que face aux devises des pays exportateurs d'énergie comme le Canada et la Norvège mais une sous-performance du dollar moins prononcée face à l'euro, la livre sterling, le franc suisse et la couronne suédoise.

À plus long terme, les perspectives du dollar pourraient s'améliorer, lorsque l'économie américaine repartira de l'avant et que l'inflation américaine convergera à nouveau vers l'objectif de la Fed. Une telle situation serait en effet à même de soutenir les taux et rendements réels américains lesquels, combinés à une productivité économique américaine toujours supérieure, pourraient susciter de nouveaux flux de portefeuille et d'investissement vers les États-Unis. Le dollar devrait regagner un peu de terrain en 2024, notamment par rapport à l'euro et la livre sterling, qui devraient continuer à pâtir des conséquences négatives de la crise de l'énergie en Europe.

Valentin MARINOV

La plupart des devises du G10 semblent sous-évaluées vis-à-vis du dollar



Source : Crédit Agricole CIB ■ Écart d'évaluation/PPA ■ Écart d'évaluation/valeur d'équilibre à LT

PAYS ÉMERGENTS : AU-DELÀ DES TURBULENCES

Les devises émergentes bridées par une croissance mondiale faible au premier trimestre

Les problèmes de croissance et d'inflation auxquels les pays émergents ont été confrontés pendant une grande partie de l'année 2022 pourraient s'atténuer en 2023 : ce processus sera néanmoins probablement graduel et mouvementé. La croissance économique continuera de ralentir début 2023 en raison de la décélération de l'activité aux États-Unis et en Europe et de l'effet retardé du resserrement monétaire dans les pays émergents (l'Asie étant moins concernée). Cela devrait peser sur les exportations des pays émergents et, par conséquent, sur leur croissance et leur balance commerciale. Il s'agirait toutefois d'un passage à vide plutôt que d'un fort ralentissement de l'économie mondiale.

À court terme, la Fed et la BCE continueront de resserrer leurs politiques monétaires. Le risque haussier sur les taux d'intérêt devrait brider les devises émergentes.

Éclaircie après le deuxième trimestre

À partir du deuxième trimestre 2023, grâce à une demande mondiale plus soutenue, une ré-accélération progressive de la croissance des pays émergents est probable. Après un premier trimestre encore difficile, les devises émergentes devraient alors être soutenues par trois facteurs. Premièrement, la demande mondiale, plus forte, devrait leur être plus favorable sur le plan des exportations, de la croissance et des termes de l'échange pour les exportateurs de matières premières. Deuxièmement, l'arrêt des hausses de taux

de la Fed et de la BCE devrait rétablir l'attrait des devises émergentes en termes de portage.

La réouverture de la Chine ne sera pas un long fleuve tranquille, mais elle sera positive pour les devises émergentes

Troisièmement, le rythme et la réussite de la réouverture de la Chine seront un facteur déterminant pour les perspectives de croissance des économies émergentes en 2023, en Asie et au-delà. Une accélération plus significative de la croissance séquentielle au second semestre 2023, avec une réouverture plus complète de la Chine, pourrait envoyer un nouveau signal positif aux marchés qui bénéficieraient de la demande chinoise. La réouverture de la Chine pourrait toutefois ne pas être un long fleuve tranquille : elle pourrait entraîner une résurgence sporadique des épidémies et, en retour, créer de la volatilité pour l'économie et les marchés.

En termes de valeur relative, les devises affichant le portage le plus élevé devraient surperformer lorsque les choses « rentreront dans l'ordre ».

Facteurs de risque persistants

En outre, d'autres facteurs d'incertitude évidents et susceptibles d'entretenir la volatilité des devises émergentes demeurent. Les perspectives d'inflation mondiale, tout d'abord : la poussée inflationniste actuelle étant un phénomène multifactoriel, le rythme du reflux de l'inflation est incertain. En raison d'une désinflation lente, les banques centrales des pays émergents ne baisseront probablement pas leurs taux rapidement. Cela pourrait limiter la croissance mais pourrait aussi, paradoxalement, soutenir l'attractivité des marchés émergents en termes de taux d'intérêt nominaux.

Autre facteur d'incertitude, la volatilité géopolitique. La durée de la guerre en Ukraine et des tensions entre la Russie et les États-Unis/l'Europe passe notamment par la capacité de la Russie à vendre ses hydrocarbures. Il est par ailleurs peu probable que les tensions entre les États-Unis et la Chine s'apaisent

avant les élections clés aux États-Unis et à Taiwan en 2024.

Le retour du carry ?

En termes de valeur relative, les devises affichant le *carry* le plus élevé devraient surperformer lorsque la combinaison taux d'intérêt/croissance se stabilisera. Notons que la hiérarchie en termes de *carry* dans la sphère émergente a changé significativement au cours des dix-huit derniers mois. Certaines devises qui étaient auparavant considérées comme des devises de financement sont devenues des devises à haut rendement. Ainsi, les devises d'Europe centrale et certaines devises d'Amérique latine offrent à présent un *carry* élevé aux investisseurs et pourraient bénéficier d'afflux de capitaux lorsque les taux d'intérêt mondiaux se stabiliseront.

En Asie, la réouverture de la Chine profitera au yuan chinois (en dépit d'une volatilité probable), mais aussi aux devises des pays économiquement intégrés à la Chine, notamment ceux de l'Asie du Nord. Les devises de pays exportateurs de matières premières devraient également en bénéficier, notamment les devises de pays exportateurs de métaux.

Sébastien BARBÉ

Indice devises émergentes (EMFX) contre dollar



Source : Crédit Agricole CIB



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)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Etats-Unis	1,9	0,5	1,3	8,1	4,0	2,5	-3,9	-3,4	-3,3
Japon	1,6	1,8	2,0	2,3	1,8	1,8	0,8	1,5	1,8
Zone euro	3,3	0,1	1,1	8,5	7,6	3,4	1,3	1,7	1,8
Allemagne	1,8	-0,5	0,9	8,9	9,3	3,6	3,8	4,1	4,4
France	2,6	0,2	1,0	6,0	5,9	3,2	-1,9	-1,6	-1,5
Italie	3,9	0,0	0,9	8,7	8,6	2,8	-1,5	-0,9	-1,0
Espagne	4,6	0,7	1,0	8,5	3,7	2,7	1,1	1,1	1,3
Pays-Bas	4,2	0,4	1,3	12,4	10,5	3,8	5,9	5,5	7,1
Belgique	2,9	-0,1	1,2	10,7	9,3	3,5	-4,0	-3,4	-3,2
Autres pays développés									
Royaume-Uni	4,4	-0,8	1,1	9,1	7,3	2,2	-6,8	-2,2	-1,3
Canada	3,3	0,4	1,4	6,9	3,7	2,3	0,7	0,5	0,2
Australie	4,0	1,9	1,6	6,5	4,5	2,5	0,9	-0,2	-0,4
Suisse	2,1	0,6	1,4	2,9	2,5	1,5	6,5	5,8	6,3
Suède	2,7	-0,7	0,9	8,2	9,2	3,7	2,5	3,1	4,4
Norvège	3,7	1,2	2,0	5,8	4,2	2,7	40,9	38,3	37,2
Asie	4,2	4,8	4,7	3,8	3,3	2,7	1,2	1,0	1,0
Chine	3,0	5,0	4,6	2,1	2,4	2,2	2,2	1,6	1,2
Inde	6,8	5,5	6,0	6,9	5,5	4,0	-3,0	-2,8	-2,5
Corée du Sud	2,5	1,8	2,5	5,1	3,4	2,0	1,7	2,3	3,0
Indonésie	5,5	5,0	4,5	4,3	3,5	3,0	0,5	-1,2	-0,5
Taiwan	3,0	2,4	2,4	3,0	1,9	1,6	13,2	11,8	10,8
Thaïlande	3,3	4,0	3,6	6,2	3,0	1,8	-2,9	2,8	4,5
Malaisie	7,5	5,0	4,5	3,5	3,0	2,5	2,0	3,0	2,8
Singapour	3,4	2,2	2,6	6,0	4,0	2,8	18,2	17,6	16,2
Hong Kong	-3,4	3,6	3,7	2,0	2,4	2,2	8,2	7,1	5,8
Philippines	7,0	5,4	5,9	5,5	4,5	3,5	-5,1	-4,0	-2,0
Vietnam	7,0	6,7	6,7	3,5	4,0	3,0	0,2	1,6	2,0
Amérique latine	2,7	0,8	1,4	6,8	4,4	3,0	-2,2	-1,6	-1,5
Brésil	2,7	0,8	1,5	5,8	4,5	3,5	-1,8	-1,5	-1,6
Mexique	2,6	1,2	1,5	8,2	5,5	3,5	-1,3	-1,2	-1,0
Argentine	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Colombie	7,5	1,5	2,2	12,3	6,0	3,8	-6,3	-4,4	-4,0
Europe émergente	0,5	-0,2	1,8	29,4	14,8	11,1	1,6	0,6	-0,2
Russie	-4,0	-3,0	1,0	14,7	4,8	4,0	10,0	6,0	4,0
Turquie	4,0	3,0	2,0	70,0	35,0	30,0	-5,0	-3,5	-3,5
Pologne	4,5	1,2	3,1	14,3	12,1	4,8	-4,0	-3,6	-3,0
Rép. tchèque	2,2	-0,5	2,4	15,0	9,5	3,8	-5,0	-2,5	-2,0
Roumanie	4,6	2,2	2,4	13,8	11,1	5,1	-8,8	-6,9	-6,2
Hongrie	5,1	0,5	2,3	14,6	14,0	4,0	-6,7	-3,7	-3,2
Afrique, Moyen-Orient	4,9	3,2	3,1	12,7	9,0	6,3	7,5	4,9	3,5
Arabie saoudite	8,9	3,5	2,8	2,5	2,2	2,1	14,9	9,5	7,9
Emirats Arabes Unis	6,2	4,5	3,7	4,8	3,2	0,5	17,0	12,5	11,2
Afrique du Sud	2,0	1,2	1,8	6,9	5,0	4,8	1,2	-1,2	-0,8
Egypte	3,6	4,3	5,0	13,4	12,5	8,0	-4,5	-3,2	-3,2
Algérie	3,8	2,9	2,3	9,9	6,5	5,2	5,8	3,2	0,5
Qatar	5,1	3,1	3,2	4,9	3,2	2,2	22,0	16,0	11,0
Koweït	7,8	3,7	2,5	6,5	2,9	1,6	32,0	29,0	21,0
Maroc	0,9	3,2	2,0	6,5	3,2	1,6	-5,9	-4,8	-3,2
Tunisie	2,3	2,0	2,9	7,9	6,8	5,5	-9,2	-6,9	-6,0
Total	3,2	2,2	2,7	8,1	5,4	3,6	0,3	0,4	0,3
Pays industrialisés	2,6	0,5	1,3	7,5	5,2	2,7	-1,1	-0,5	-0,3
Pays émergents	3,6	3,5	3,8	8,5	5,6	4,2	1,5	1,0	0,8

	2022				2023				2024			
Croissance PIB, t/t, %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis (annualisée)	-1,6	-0,6	2,6	1,4	0,6	-0,6	-0,3	1,2	1,6	1,8	1,9	2,0
Japon	-0,9	0,6	0,5	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Eurozone	0,6	0,8	0,3	-0,3	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
Allemagne	0,8	0,1	0,4	-0,6	-0,5	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
France	-0,2	0,5	0,2	0,0	-0,4	0,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
Italie	0,2	1,1	0,5	-0,1	-0,6	-0,1	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3
Espagne	-0,2	1,5	0,2	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
Royaume-Uni	0,7	0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

	2022				2023				2024			
Prix à la consommation, a/a %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	8,0	8,6	8,3	7,4	5,9	4,0	3,2	2,9	2,8	2,6	2,5	2,4
Japon	0,6	1,8	1,6	1,4	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5
Eurozone	6,1	8,1	9,3	10,6	9,6	8,8	7,2	4,9	3,9	3,1	3,3	3,2
Allemagne	6,1	8,2	9,4	11,8	11,0	10,7	9,3	6,3	4,7	3,1	3,3	3,2
France	4,2	5,9	6,5	7,3	7,3	6,4	5,6	4,5	3,5	3,0	3,2	3,1
Italie	6,0	7,4	9,0	12,3	10,6	10,6	8,6	4,4	3,4	2,5	2,6	2,5
Espagne	7,9	8,9	10,1	7,2	5,2	4,1	2,1	3,2	2,7	2,5	2,8	2,8
Royaume-Uni	6,2	9,2	10,0	10,8	10,2	7,9	6,7	4,5	3,5	2,2	1,7	1,3

	2022				2023				2024			
Taux de chômage, %	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	3,8	3,6	3,6	3,7	3,9	4,1	4,4	4,6	4,6	4,6	4,5	4,5
Japon	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Eurozone	7,0	6,8	6,9	7,2	7,3	7,3	7,3	7,2	7,3	7,3	7,2	7,2
Allemagne	3,1	3,0	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
France	7,3	7,4	7,4	7,5	7,6	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0	8,0	8,0
Italie	8,5	8,1	8,2	8,2	8,4	8,6	8,4	8,4	8,4	8,4	8,3	8,2
Espagne	13,3	12,7	12,7	13,2	13,4	13,3	13,3	13,1	13,2	13,1	12,6	12,4
Royaume-Uni	3,7	3,8	3,6	3,9	4,0	4,1	4,2	4,4	4,5	4,4	4,4	4,4

	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								
2022	3,3	4,0	1,1	4,2	7,4	8,7	-0,3	0,8
2023	0,1	0,0	0,8	1,9	2,8	4,4	-0,7	1,0
2024	1,1	1,2	0,7	1,7	2,8	3,0	0,0	1,0
T4 2022	-0,3	-0,6	0,3	-0,5	0,5	0,6	0,0	1,0
T1 2023	-0,3	-0,6	0,2	-0,2	0,3	0,4	0,0	1,0
T2 2023	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,6	0,0	1,0
T3 2023	0,3	0,3	0,2	0,4	0,6	0,7	0,0	1,0
Allemagne								
2022	1,8	4,6	1,8	0,3	3,3	6,8	-1,5	0,4
2023	-0,5	-0,4	1,3	-0,6	2,3	3,7	-0,6	0,1
2024	0,9	1,0	1,2	0,9	1,5	1,8	-0,1	0,0
T4 2022	-0,6	-0,9	0,6	-0,6	0,6	0,8	-0,1	0,0
T1 2023	-0,5	-0,8	0,3	-0,2	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
T3 2023	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	-0,1	0,0
France								
2022	2,6	2,5	2,5	2,0	8,0	9,1	-0,6	0,7
2023	0,2	0,1	0,7	0,0	3,3	3,9	-0,3	0,3
2024	1,0	1,3	0,4	1,2	2,8	2,6	0,0	0,0
T4 2022	0,0	-0,2	0,2	-0,5	0,7	0,5	0,0	0,1
T1 2023	-0,4	-0,3	0,2	-0,7	0,5	0,5	0,0	-0,1
T2 2023	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,8	0,5	0,1	-0,1
T3 2023	0,4	0,5	0,1	0,2	0,5	0,6	-0,1	0,1
Italie								
2022	3,9	4,7	0,3	9,7	10,0	13,9	-1,0	0,1
2023	0,0	0,5	-0,1	1,7	1,5	3,7	-0,7	0,1
2024	0,9	1,0	0,1	1,9	1,9	1,9	0,0	-0,1
T4 2022	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,1
T1 2023	-0,6	-1,2	0,1	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1
T2 2023	-0,1	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,4	0,0	-0,1
T3 2023	0,3	0,2	0,1	0,5	0,3	0,3	0,0	0,1
Espagne								
2022	4,6	1,9	-1,8	5,3	18,1	9,7	3,0	-0,2
2023	0,7	1,0	1,1	2,1	3,0	5,0	-0,5	0,0
2024	1,0	1,4	0,9	3,2	1,7	3,7	-0,6	0,0
T4 2022	-0,2	-0,5	0,5	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,0
T1 2023	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,8	-0,2	0,0
T2 2023	0,2	0,2	0,4	0,6	0,4	0,7	-0,1	0,0
T3 2023	0,3	0,3	0,3	0,5	0,7	1,0	-0,1	0,0
Portugal								
2022	6,6	5,1	2,2	3,7	17,0	10,9	2,0	0,1
2023	1,0	0,5	-0,6	5,4	3,3	3,5	-0,2	-0,1
2024	1,7	1,6	-0,3	4,1	3,2	3,2	-0,1	0,0
T4 2022	-0,3	-0,5	0,2	1,5	0,4	1,0	-0,3	0,0
T1 2023	0,2	0,1	-0,3	1,4	0,6	0,7	-0,1	0,0
T2 2023	0,4	0,4	-0,4	1,7	0,6	0,8	-0,1	0,0
T3 2023	0,6	0,5	-0,3	1,5	0,8	0,7	0,0	0,0
Pays-Bas								
2022	4,2	5,5	0,5	2,8	4,8	3,8	1,3	-0,1
2023	0,4	-0,9	0,6	0,7	2,5	2,3	0,4	0,0
2024	1,3	1,2	0,8	0,6	2,7	2,6	0,5	0,0
T4 2022	-0,4	-1,4	0,1	0,2	1,0	1,0	0,1	0,0
T1 2023	-0,2	-0,6	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0
T2 2023	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0
T3 2023	0,3	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0
Royaume-Uni								
2022	4,4	4,6	1,4	5,2	9,1	11,7	-0,9	1,8
2023	-0,8	-1,3	1,9	-1,9	3,0	-3,8	2,1	-1,1
2024	1,1	1,1	1,3	1,2	3,7	3,7	0,0	0,0
T4 2022	-0,4	-0,6	0,5	-1,5	-2,0	-2,0	0,0	0,1
T1 2023	-0,4	-0,6	0,5	-1,5	-0,5	-0,8	0,1	0,0
T2 2023	-0,3	-0,3	0,5	-0,2	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2
T3 2023	0,3	0,3	0,5	0,0	1,0	1,0	0,0	0,0

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

(b) t/t, %

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		15-déc	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
Etats-Unis	Fed funds	4,50	4,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,25
	Sofr	3,80	4,30	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	4,55	4,05
Japon	Call rate	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
	Tonar	-0,06	0,00	0,01	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Zone euro	Dépôt	1,50	2,00	3,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25
	€str	1,40	1,94	2,97	3,75	3,77	3,80	3,82	3,85	3,60	3,35
	Euribor 3m	2,06	2,41	3,38	3,75	3,75	3,75	3,75	3,63	3,38	3,15
Royaume-Uni	Taux de base	3,50	3,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
	Sonia	3,45	3,45	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95
Suède	Repo	2,50	2,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75	2,50
Norvège	Deposit	1,75	2,75	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Canada	Overnight	4,25	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,00	3,50

Taux 10 ans		15-déc	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
Etats-Unis		3,46	3,95	4,10	4,15	4,10	4,05	3,90	3,65	3,80	3,95
Japon		0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,40	0,50
Zone euro (Allemagne)		2,09	2,15	2,35	2,70	2,60	2,60	2,40	2,35	2,45	2,40

Spread 10 ans / Bund

France		0,51	0,45	0,50	0,65	0,60	0,65	0,60	0,55	0,55	0,55
Italie		2,07	1,95	2,10	2,35	2,20	2,30	2,10	2,05	2,05	2,00
Espagne		1,07	1,00	1,05	1,15	1,10	1,15	1,05	1,00	1,00	1,00

Asie		15-Dec	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
Chine	1Y deposit rate	1.50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Hong Kong	Taux de base	4.25	4,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50
Inde	Taux repo	0.00	6,25	6,50	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50
Indonésie	BI rate	5.25	5,50	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00
Corée	Taux de base	3.25	3,25	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,25	2,75
Malaisie	OPR	2.75	2,75	3,00	3,25	3,50	3,50	3,50	3,25	3,00	3,00
Philippines	Taux repo	5.00	5,50	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,00	4,75
Singapour	6M SOR	4.53	4,30	5,05	5,00	4,95	4,90	4,85	4,55	4,05	3,45
Taiwan	Redisc	1.63	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,63
Thaïlande	Repo	1.25	1,25	1,50	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00	1,75	1,50
Vietnam	Refinancing rate	6.00	6,00	6,50	6,50	6,00	6,00	6,00	5,50	5,50	5,00
Amérique Latine											
Brésil	Overnight/Selic	13.75	13,75	13,75	13,50	12,50	11,50	11,00	10,50	10,00	9,50
Mexique	Taux overnight	10.00	10,50	10,75	10,75	10,75	10,75	10,75	10,75	10,25	9,75
Europe Emergente											
Rép. tchèque	Repo 14 j.	7.00	7,00	7,00	7,00	6,75	6,50	6,00	5,75	5,50	5,25
Hongrie	Repo 2 sem.	13.00	13,00	13,00	13,00	13,00	11,50	9,50	8,00	7,00	6,00
Pologne	Repo 7 j.	6.75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75
Roumanie	Repo 2 sem.	6.75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75
Russie	1W auction rate	0.00	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
Turquie	Repo 1 sem.	7.00	7,00	7,25	7,25	7,25	6,75	6,25	5,75	5,25	5,00

TAUX DE CHANGE

Taux de change USD

Pays industrialisés		5-déc.	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	Dec-24
Euro	EUR/USD	1,06	1,03	1,00	1,03	1,06	1,09	1,09	1,07	1,05	1,05
Japon	USD/JPY	138	137	138	137	135	132	135	132	130	128
Royaume-Uni	GBP/USD	1,22	1,18	1,15	1,20	1,23	1,28	1,28	1,26	1,25	1,25
Suisse	USD/CHF	0,93	0,94	0,95	0,93	0,92	0,90	0,90	0,91	0,91	0,90
Canada	USD/CAD	1,36	1,35	1,32	1,29	1,26	1,23	1,21	1,22	1,24	1,25
Australie	AUD/USD	0,67	0,67	0,68	0,72	0,76	0,78	0,80	0,78	0,78	0,76
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,64	0,63	0,63	0,66	0,68	0,70	0,72	0,70	0,70	0,68

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		5-déc.	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	Dec-24
Japon	EUR/JPY	147	141	138	141	143	144	147	141	137	134
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,87	0,87	0,87	0,86	0,86	0,85	0,85	0,85	0,84	0,84
Suisse	EUR/CHF	0,99	0,97	0,95	0,96	0,97	0,98	0,98	0,97	0,96	0,95
Suède	EUR/SEK	10,98	10,90	10,80	10,50	10,20	10,00	9,90	10,00	10,10	10,20
Norvège	EUR/NOK	10,48	10,40	10,20	10,00	9,70	9,50	9,30	9,20	9,10	9,00

Asie		5-déc.	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	Dec-24
Chine	USD/CNY	6,97	7,15	7,02	6,92	6,85	6,80	6,70	6,70	6,60	6,60
Hong Kong	USD/HKD	7,77	7,85	7,84	7,82	7,82	7,81	7,80	7,80	7,78	7,76
Inde	USD/INR	82,89	82,00	80,00	79,00	79,00	80,00	79,00	78,00	78,00	78,00
Indonésie	USD/IDR	15 615	15 300	15 500	15 400	15 300	15 200	15 200	15 100	15 000	15 000
Malaisie	USD/MYR	4,42	4,62	4,50	4,48	4,46	4,42	4,40	4,50	4,60	4,80
Philippines	USD/PHP	55,8	57,0	58,0	56,0	55,0	55,0	54,5	54,5	55,0	55,0
Singapour	USD/SGD	1,36	1,40	1,39	1,38	1,36	1,33	1,32	1,32	1,34	1,34
Corée du Sud	USD/KRW	1319	1430	1390	1350	1330	1310	1300	1270	1250	1250
Taiwan	USD/TWD	30,8	32,2	31,8	31,5	30,9	30,5	30,0	29,8	29,6	29,8
Thaïlande	USD/THB	35,1	36,3	35,5	35,2	34,5	34,5	34,0	33,5	33,0	34,5
Vietnam	USD/VND	23 500	24 700	24 500	24 500	24 000	24 200	23 900	23 900	24 000	24 000
Amérique latine											
Brésil	USD/BRL	5,34	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Mexique	USD/MXN	19,80	20,50	21,00	20,50	20,25	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
Afrique											
Afrique du Sud	USD/ZAR	17,47	18,00	18,00	17,50	16,50	16,50	16,30	16,30	16,50	17,00
Europe émergente											
Pologne	USD/PLN	4,42	4,56	4,78	4,59	4,43	4,27	4,27	4,32	4,35	4,29
Russie	USD/RUB	63,80	62,00	64,00	66,00	68,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00
Turquie	USD/TRY	18,63	19,00	19,50	20,00	20,50	21,00	21,20	21,40	21,60	21,80
Europe centrale											
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,26	24,50	24,50	24,40	24,40	24,40	24,60	24,70	24,80	24,90
Hongrie	EUR/HUF	408	411	414	408	400	390	385	380	375	370
Pologne	EUR/PLN	4,70	4,70	4,78	4,73	4,70	4,65	4,65	4,62	4,57	4,50
Roumanie	EUR/RON	4,92	4,94	4,96	4,94	4,92	4,90	4,88	4,88	4,88	4,88

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		15-déc	2022	2023				2024			
			T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	82	94	100	110	105	110	105	115	110	115

Prix moy. du trim.		15-déc	2022	2023				2024			
			T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 777	1 750	1 750	1 800	1 850	1 900	1 950	1 950	1 900	1 850

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Etats-Unis	-4,3	-4,1	-4,1	97,8	98,0	99,5
Japon	-7,0	-3,5	-4,0	244,4	244,2	240,9
Zone euro	-3,6	-3,4	-3,0	95,1	94,8	94,6
Allemagne	-3,3	-1,9	-1,9	67,8	66,8	66,0
France	-5,1	-5,5	-5,2	111,8	112,6	113,2
Italie	-5,1	-5,0	-3,7	145,0	144,2	144,5
Espagne	-4,8	-4,4	-3,9	114,2	114,1	114,2
Pays-Bas	-1,1	-4,0	-3,2	50,3	52,4	53,4
Belgique	-4,2	-4,0	-5,6	108,9	107,4	107,4
Grèce	-4,2	-1,5	-1,0	192,9	190,5	187,7
Irlande	1,2	1,5	1,2	42,8	40,2	39,1
Portugal	-1,7	-1,3	-1,0	115,0	115,6	114,4
Royaume-Uni	-6,7	-4,8	-3,0	102,5	101,8	101,7

Achevé de rédiger le 16 décembre 2022

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

Comité de rédaction

Pays développés

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

Secteurs d'activité

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz
Bertrand GAVAUDAN – Transport maritime

Pays émergents

Sébastien BARBÉ – Pays émergents
Xiaojia ZHI – Chine
Catherine LEOUGRE, 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 – Réserve fédérale
Louis HARREAU – Banque centrale européenne
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](#)