



**MONDE**

**SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE  
2023-2024**

**Trimestriel – Avril 2023**

## Un ralentissement « baroque »

La résistance, meilleure qu'anticipé, dont ont fait preuve les grandes économies développées n'augure pas d'un redémarrage. Elle conduit à légèrement différer le coup de frein prévu sur l'activité, à l'alléger. Car les facteurs de soutien, d'une vigueur et d'une durée inattendues, s'épuisent alors que les causes de freinage gagnent en puissance : inflation encore élevée, resserrement monétaire et financier agressif. « Zoomer » sur la croissance permet, en outre, d'y déceler déjà des signes patents de fragilité et des performances hétérogènes, notamment à l'intérieur de la zone euro.

Aux **États-Unis**, tout d'abord. Les consommateurs ont accru, d'une part, leur recours à l'emprunt via leurs cartes de crédit et, d'autre part, les ponctions dans leur épargne. L'épargne excédentaire héritée de la pandémie a significativement baissé et, lorsqu'ils disposaient d'un matelas de sécurité, de nombreux ménages à faible revenu l'ont fort probablement entièrement épuisé. Les conditions d'octroi de crédit se durcissent et l'investissement résidentiel en a déjà pâti. Les enquêtes auprès des entreprises, tout comme leurs intentions d'investissement, sont orientées à la baisse. Mais la situation financière des ménages est saine ; le marché du travail reste tendu ; le niveau de stocks de logements est bas ; les conditions d'octroi de prêts immobiliers ont été plus rigoureuses ; enfin, les prêts hypothécaires à taux fixe prédominent. Ces facteurs ne suffiront pas à éviter une récession, mais devraient permettre d'en atténuer l'intensité. Celle-ci restera conditionnée par la vitesse de décélération de l'inflation et, par conséquent, par la tournure de la politique monétaire. Sous l'effet combiné du ralentissement de la demande et de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement, notre scénario table sur des inflations totale et sous-jacente toutes deux proches de 3% fin 2023. Mais, il retient également qu'en 2023 (à 1,3%) et 2024 (à 0,6%), la croissance devrait être inférieure à sa tendance de long terme.

En **zone euro**, l'activité économique a nettement décéléré, mais, au regard du renchérissement des importations de matières premières, elle a mieux résisté que redouté. Une résistance qui doit être assortie de quelques bémols. Tout d'abord, si la croissance n'a été que très marginalement négative au dernier trimestre 2022, cela relève largement d'un effet trompe-l'œil : la dégradation de la demande interne, pénalisée par le repli de la consommation et de l'investissement, a été occultée par une contribution nettement positive des exportations nettes qu'explique largement la normalisation des achats d'énergie. Par ailleurs, si une récession a pu être évitée, c'est notamment grâce à un recul modéré de la consommation permis par un repli du taux d'épargne amortissant la baisse (finalement modeste) du pouvoir d'achat du revenu des ménages. Malgré la normalisation du taux d'épargne (désormais inférieur à son niveau pré-pandémique dans toutes les grandes économies de la zone), l'excès d'épargne cumulée depuis le Covid continue d'augmenter, sauf en Espagne et en Italie où l'on a constaté une première érosion.

Le scénario de croissance dépend désormais de l'équilibre qui s'établira entre forces contraires actuellement à l'œuvre : inflation supposée décélérer, mais resserrement monétaire et financier couplé à une impulsion budgétaire négative. La plupart des indicateurs suggèrent que le pic du choc inflationniste est passé. La baisse de l'inflation est actuellement portée par les prix de l'énergie, alors que les autres composantes restent stimulées par les effets retardés de la transmission des coûts énergétiques. Notre scénario central retient un repli de l'inflation totale (dont la hausse sur 12 mois passerait de 9,2% à 4,2% entre fin 2022 et fin 2023) et sous-jacente (de 5,2% à 3,6%) laissant néanmoins un rythme élevé en moyenne (5,9% et 4,9% pour, respectivement, les inflations totale et sous-jacente). Le scénario table sur un atterrissage en douceur (croissance du PIB à 0,6% en 2023) suivi d'une accélération poussive mi-2024 qui ne permettrait cependant pas à la croissance (à 1,2% en 2024) de retrouver son rythme potentiel fin 2024. Ce scénario est entouré de risques baissiers (dégradation plus marquée du marché du travail et du crédit), mais également haussiers (mobilisation du surplus d'épargne).

*En zone euro, si une récession a pu être évitée, c'est notamment grâce à un recul modéré de la consommation permis par un repli du taux d'épargne amortissant la baisse – finalement modeste – du pouvoir d'achat du revenu des ménages.*

En **Chine**, après la phase de rattrapage post-réouverture, la croissance (3% en 2022) devrait se normaliser, avec un atterrissage économique favorisé par un potentiel limité en termes d'exportations et d'investissements dans la construction, ainsi que par des difficultés persistantes dans le rééquilibrage de la croissance, de l'investissement vers la consommation privée. Notre scénario retient une croissance de 5,2% en 2023. Les perspectives de demande mondiale pourraient s'assombrir au cours du deuxième semestre et la croissance économique de la sphère émergente rester quasiment stable (vers 3,6% en 2023) malgré l'accélération chinoise.

**En termes de politique monétaire, l'émergence de difficultés bancaires ne devrait pas détourner les banques centrales de l'objectif dont elles ne cessent de rappeler qu'il est prioritaire : la réduction de l'inflation. L'objectif de stabilité financière ne s'exercera pas aux dépens de la stabilité des prix. Celle-ci continue de plaider en**

**faveur d'un resserrement monétaire, néanmoins proche de son terme, alors que la gestion de la liquidité requiert des instruments spécifiques.**

Aux **États-Unis**, notre scénario continue actuellement de tabler sur une dernière hausse des taux de 25 points de base en mai, portant la fourchette cible à son niveau terminal de 5,00-5,25%, puis sur un *statu quo* jusqu'à la fin de l'année. La *Fed* devrait continuer de privilégier des outils spécifiques de gestion de la liquidité pour traiter les éventuelles difficultés bancaires. Celles-ci devraient se traduire par un durcissement des conditions de crédit, facilitant le travail de la *Fed* et rendant inutile un resserrement supplémentaire des taux directeurs. Mais, la *Fed* ne devrait commencer à baisser ses taux qu'en 2024, au rythme de 25 points de base chaque trimestre, soit une baisse totale de 100 points de base sur l'année. En **zone euro**, l'inflation reste très élevée et l'inflation sous-jacente montre des signes de résistance. Malgré les tensions bancaires, la BCE devrait donc également poursuivre le resserrement de sa politique monétaire : 75 points de

base portant le taux de dépôt à son niveau terminal de 3,75% à l'été.

**Anticipant un arrêt précoce des resserrements monétaires justifié par l'objectif de stabilité financière, les marchés obligataires se sont injustement réjouis.** Il faudra faire preuve d'encore un peu de patience avant de voir les taux d'intérêt s'inscrire sur une pente légèrement descendante : attendre que les taux d'inflation avoisinent les cibles des banques centrales et que les resserrements monétaires soient proches de leur terme. Il n'est plus très éloigné. **Enfin, au cœur du scénario de change, le dollar pourrait subir de légères pressions baissières.** Aux États-Unis, le pic bientôt atteint des taux directeurs, la récession légère mais peu discutable et le risque de nouveaux blocages liés au plafond de la dette devraient concourir à limiter l'attrait du dollar, déjà un peu terni. Une désaffection qui profiterait principalement aux autres devises refuge telles le yen, le franc suisse, l'euro.

**Catherine LBOUGRE**

## Focus – Les trois tendances lourdes de recomposition de la géopolitique mondiale

La recomposition du domino géopolitique mondial va très vite, orientée désormais par trois tendances lourdes.

La première est bien sûr le **conflit en Ukraine** : son déroulement conditionne et resserre, à l'Ouest comme à l'Est, les alliances des puissances concernées par le conflit. La deuxième est le **déploiement de l'affrontement hégémonique sino-américain** qui s'intensifie sur le front de la préparation militaire, autour de Taïwan, mais aussi sur le front des chaînes de valeur, dans tous les secteurs stratégiques de puissance, semi-conducteurs en tête. Enfin, troisième tendance, la **recomposition géopolitique** accélère l'autonomie de nombreux États qui cherchent à tirer profit de la situation pour déployer leur propre stratégie et valoriser leurs propres atouts.

### Le décalage entre les prévisions de marché et la réalité de terrain en Ukraine

Sur le champ de bataille ukrainien, notons qu'un décalage se creuse actuellement entre la vision des marchés qui semblent s'habituer à l'idée d'un *statu quo* militaire, d'un front figé. Or, la réalité de terrain envoie les signaux d'une escalade, certes lente, mais permanente, dans la nature des armes livrées par l'Occident et dans la nature des menaces russes, de plus en plus nucléarisées. Il y a là sur les marchés une forme « d'accoutumance » au conflit qui risque d'entraîner un *sous-pricing* des risques liés à cette guerre, ces derniers disparaissant dans le « brouhaha » informationnel, derrière la peur de l'inflation et de la crise financière. Mais ce *sous-pricing* est en fait un pari non-dit de scénario : le pari implicite d'un conflit long, plus ou moins figé, qui pourrait soit démarrer par un cessez-le-feu, soit par une baisse progressive de l'intensité de la guerre. Un tel scénario ne stopperait pas la remilitarisation en cours des économies occidentales, désormais une tendance de long terme. En revanche, un front stabilisé créerait moins de chocs pour les marchés et donc, apparemment, moins d'incertitudes mais avec le risque de sous-estimer les effets profonds de la géopolitique sur la politique économique.

Ce scénario est évidemment possible. Et c'est l'un des axes proposés par, à la fois, les médiations chinoise et turque. Mais une telle solution ne sera acceptée par les belligérants qu'en cas d'épuisement militaire, économique ou politique. C'est la fin classique des guerres d'attrition. L'intensité des conflits semble peu tenable très longtemps, que ce soit industriellement ou humainement. Par ailleurs, ce serait une solution difficile à accepter pour les Ukrainiens, car elle consoliderait *de facto* les gains territoriaux russes. Cela pourrait être interprété comme une victoire russe. Difficile à accepter aussi pour les États-Unis car cette victoire validerait une

relative impuissance à faire reculer Moscou. Enfin, l'évolution de l'opinion publique aux États-Unis est également une composante du scénario, car la baisse du soutien des Républicains deviendra un facteur stratégique de plus en plus important à mesure que les élections américaines approchent : 40% d'entre eux considèrent en janvier dernier que le soutien à l'Ukraine était devenu trop important, contre 9% au début de la guerre.

### 40% des Républicains américains considèrent que le soutien à l'Ukraine est trop important.

Face à tout cela, en Europe, l'axe de coopération polono-lituanien se renforce et plaide en faveur d'une intensification du conflit, jusqu'à la défaite de la Russie, et cela le plus rapidement possible. Il est d'ailleurs probable que la guerre contribue à déplacer le centre de gravité géopolitique de l'Europe vers l'Est, la Pologne ambitionnant de devenir la plus grande armée de terre du continent.

### Le réveil diplomatique chinois

Sur l'axe du conflit sino-américain, la dynamique est également à l'escalade depuis que l'affaire des ballons chinois a cassé les signaux de dialogue. Le « théâtre de guerre », comme disent les militaires, se précise en Asie avec un resserrement des alliances (AUKUS<sup>1</sup>), un accès américain à de nouvelles bases philippines et une montée en puissance de la militarisation japonaise. C'est bel et bien la vieille stratégie maritime de l'arc d'alliance des grands archipels qui devient de plus en plus visible, précisant l'endiguement américain autour de la Chine. La signature d'un nouveau traité d'alliance militaire promet aussi de rapprocher les secteurs de la défense américain et indien, mais aussi tout leur écosystème de haute technologie car, dans ce domaine, la frontière entre secteur militaire et civil devient de plus en plus floue. Ce rapprochement est facilité par la montée de l'antagonisme sino-indien sur les frontières nord de l'Inde. Enfin, l'alliance du Quad<sup>2</sup> devient une plateforme de coopération hybride, militaire, économique et commerciale entre Japon, Australie, Inde et États-Unis.

Pékin est certes affaibli sur le plan économique, en bataille avec ses dettes et sa démographie, mais toujours bien positionné sur des chaînes de valeur essentielles (batteries, panneaux solaires notamment), ainsi que sur les minerais et les métaux stratégiques. N'oublions pas que la Chine contrôle environ 60% de la production mondiale de lithium par ses participations

<sup>1</sup> AUKUS (Australia, United Kingdom et United States) : accord de coopération militaire tripartite entre l'Australie, les États-Unis et le Royaume-Uni.

<sup>2</sup> Coopération quadripartite entre les États-Unis, l'Inde, l'Australie et le Japon.

étrangères. Par ailleurs, Pékin sort de la longue hibernation du Covid avec des succès géopolitiques majeurs, comme la médiation du rapprochement Arabie saoudite-Iran. Le succès chinois est évidemment un échec pour l'Oncle Sam qui reste néanmoins un partenaire de sécurité essentiel des pays du Golfe, mais qui a du mal à maintenir son influence. La fragilité politique du maillon israélien ne va pas l'aider. Quant au retentissant voyage de Xi en Russie, il marque un autre succès chinois, transformant *de facto* la Russie en partenaire « secondaire », tout en renforçant son influence en Asie centrale. Sur le théâtre continental de la bataille géopolitique eurasiennne, la Chine progresse.

### *L'opportunisme des puissances secondaires*

Pékin est aussi, peut-être sans le vouloir, un acteur moteur de la troisième tendance lourde, à savoir une fragmentation géopolitique générale, qui ouvre à certains États une marge de manœuvre pour déployer leurs ambitions de puissance, Arabie saoudite et Inde en tête. Si cette fragmentation est évidente pour les plus grands des pays, elle l'est aussi pour des puissances

dites secondaires qui cherchent à monnayer la moindre de leur valeur ajoutée géopolitique. L'Égypte, en situation souveraine difficile, sait qu'elle est un État pivot dont la privatisation de certains actifs stratégiques intéresse les pays du Golfe. La Turquie, mise à bas par le tremblement de terre, sait qu'elle sera soutenue par l'Arabie saoudite qui, effectivement, débourse 5 milliards de dollars pour soutenir les réserves turques. L'Azerbaïdjan sait que sa marge de manœuvre est plus large que d'autres États, pour pratiquer une stratégie géopolitique brutale au détriment de l'Arménie, sans que cela ne déclenche l'ire occidentale.

Ce groupe de puissances secondaires reste hétéroclite dans ses intérêts, mais le probable élargissement des BRICS en 2023 risque de faire du bruit géopolitique : il pointerait encore la fragmentation du scénario géopolitique global et la demande unanime du « Grand Sud », pour une réforme des institutions multilatérales mondiales.

**Tania SOLLOGOUB**



# PAYS DÉVELOPPÉS

## Coup de frein : moins violent mais indéniable

États-Unis – Une récession, malgré un bon début d'année

Zone euro – Un mélange insolite de puissants facteurs de soutien et de freinage

Royaume-Uni – La baisse des prix de l'énergie améliore les perspectives de croissance à court terme

Japon – La demande intérieure va compenser la faiblesse de la demande extérieure

Focus – La stabilité des secteurs bancaires à l'épreuve du resserrement monétaire

## Coup de frein : moins violent mais indéniable

La résistance, meilleure qu'anticipé, dont ont fait preuve les grandes économies développées n'augure pas d'un redémarrage. Elle conduit à légèrement différer le coup de frein prévu sur l'activité, à l'alléger. Car les facteurs inattendus de soutien s'épuisent alors que les causes de freinage gagnent en puissance : l'inflation « pique » et le resserrement monétaire et financier « mord ».

### ÉTATS-UNIS UNE RÉCESSION, MALGRÉ UN BON DÉBUT D'ANNÉE

La plupart des données économiques ont été meilleures qu'attendu en début d'année : une économie plus résiliente qu'anticipé nous conduit à revoir nos prévisions à la hausse pour le premier semestre 2023. Les signes de ralentissement sont cependant clairs, probablement aggravés par les problèmes dans le secteur bancaire : ces signes invitent à maintenir notre scénario central de légère récession, mais à le différer au second semestre 2023.

La quasi-totalité des données du mois de janvier ont été satisfaisantes avec, notamment, un bond des créations nettes d'emplois non agricoles de plus de 500 000 unités et une hausse remarquable de plus de 3% des ventes au détail. Toutefois, ces bons chiffres s'expliquent en partie par des conditions météorologiques inhabituelles et des difficultés dans la correction des variations saisonnières : ils n'augurent donc pas d'une ré-accélération pérenne de l'économie. Ces données nous invitent cependant à réviser notre prévision de croissance à un peu plus de 2% en rythme annualisé, pour le premier trimestre 2023 et suggèrent que la dynamique économique pourrait rester positive jusqu'au deuxième trimestre : une croissance positive s'y maintiendrait, avant d'enregistrer des replis aux troisième et quatrième trimestres 2023.

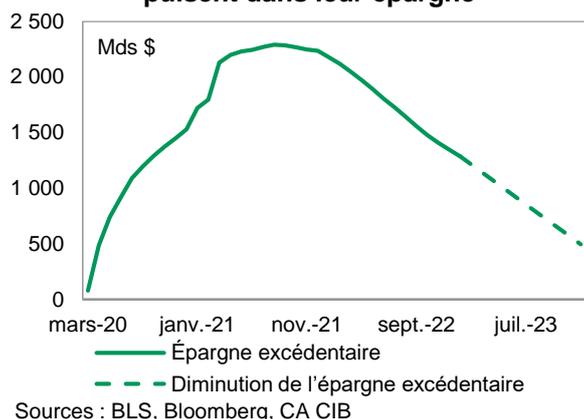
Ces changements conduisent à réviser nos prévisions de croissance en moyenne annuelle, à la hausse en 2023 (à 1,3%), mais à la baisse en 2024 (à 0,6%). Si le tempo de la récession attendue modifie légèrement la croissance annuelle, la situation d'ensemble reste

inchangée : la combinaison d'une inflation élevée et d'une Fed agressive rend probable une récession et risque de déboucher sur une période prolongée de croissance inférieure à la tendance.

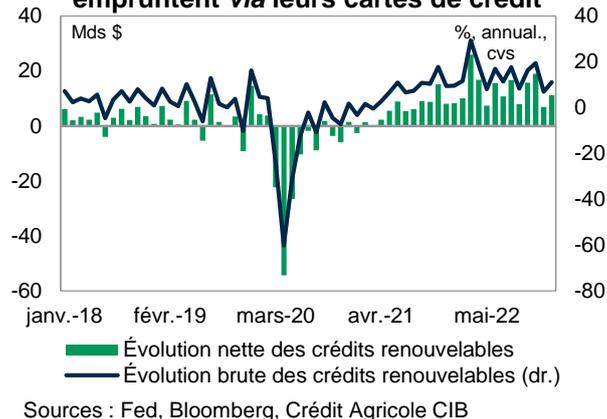
En 2022, la bonne situation financière des ménages et les tensions historiquement très fortes sur le marché du travail ont permis à la consommation de progresser à un rythme soutenu tout au long de l'année. Cet attelage a fait des consommateurs le principal moteur de la croissance (qui a toutefois été négative au premier semestre). Mais les facteurs propices à cette dynamique en 2022 et se prolongeant au début de l'année 2023 (comme en témoigne le rebond des dépenses en données corrigées des variations saisonnières en janvier) vont progressivement disparaître à l'approche du second semestre.

Tout d'abord, alors que la situation financière des ménages reste globalement saine, avec un patrimoine net en hausse d'environ 30 000 milliards de dollars par rapport au pic pré-Covid, les consommateurs ont récemment accru leur recours à l'emprunt via leurs cartes de crédit et les ponctions dans leur épargne, deux sources de soutien malheureusement pas éternelles. L'épargne excédentaire est estimée avoir baissé de plus de 1 000 milliards de dollars par rapport au pic de 2 300 milliards accumulés au début de la reprise ; et, lorsqu'ils avaient un matelas de sécurité, de nombreux ménages à faible revenu l'ont fort probablement entièrement épuisé.

USA : les consommateurs puisent dans leur épargne



USA : les consommateurs empruntent via leurs cartes de crédit



**Le marché du travail reste extrêmement tendu**, avec une hausse des emplois non agricoles de plus de 300 000 unités en janvier et en février, des offres d'emploi qui représentent pratiquement le double du nombre de chômeurs et, donc, un taux de chômage de 3,6% (à peine supérieur à son point bas historique pré-Covid). Plusieurs indicateurs d'emploi ont cependant reflué par rapport à leur point haut et les différentes déclarations faisant état d'un nombre croissant de licenciements finissent par se traduire concrètement. Ainsi selon le rapport Challenger, les suppressions d'emplois annoncées ont été d'environ 180 000 unités en janvier et en février, le niveau le plus élevé depuis 2009 pour les deux premiers mois de l'année. **Compte tenu de la vigueur actuelle de la demande de main-d'œuvre, des pertes d'emplois massives ne sont pas redoutées, mais le taux de chômage devrait progressivement augmenter vers 4,5% d'ici à la fin de l'année : cette détente du marché du travail pèsera sur la croissance.**

Enfin, les enquêtes auprès des entreprises sont également orientées à la baisse : en mars, l'indice ISM manufacturier est resté en zone de contraction (sous la barre des 50 points) pour le quatrième mois consécutif et les intentions d'investissement des enquêtes régionales de la Fed sont également en repli. En outre, l'enquête de la Fed sur le crédit bancaire (*Senior Loan Officer Opinion Survey*) a déjà fait état d'un début de durcissement des conditions de crédit, **une tendance que les problèmes dans le secteur bancaire vont vraisemblablement renforcer : la moindre disponibilité du crédit contribuera au ralentissement.**

*En mars, l'indice ISM manufacturier est resté en zone de contraction pour le quatrième mois consécutif.*

L'investissement résidentiel a déjà fortement souffert sous l'effet de la montée en flèche des taux d'intérêt hypothécaires et de la forte baisse de l'accessibilité à la propriété, tombée à un point bas historique. Certes, des signes de stabilisation apparaissent : **alors que les taux de la Fed s'approchent de leur niveau terminal, les taux hypothécaires ont cessé**

**d'augmenter, mais le durcissement des conditions de crédit maintiendra probablement l'investissement résidentiel sous pression tout au long de l'année 2023.** Certains facteurs peuvent amortir les répercussions du ralentissement du secteur immobilier sur le reste de l'économie : le niveau historiquement bas de stocks de logements peut atténuer les baisses des prix, les standards de prêt se sont nettement améliorés, ce qui devrait limiter les défauts de paiement et les saisies. Enfin, la prédominance des prêts hypothécaires à taux fixe implique que la hausse des taux n'aura aucune incidence sur la charge financière de nombreux ménages. **Ces facteurs ne suffiront pas à éviter une récession, mais devraient permettre d'en atténuer l'intensité.**

**Notre scénario retient donc à présent une légère récession au cours du second semestre 2023, avec des contractions aux troisième et quatrième trimestres.** Une récession n'est pas une absolue certitude et, si l'inflation diminue plus rapidement que prévu, un scénario plus positif est possible. Mais les inquiétudes provoquées par le secteur bancaire et le resserrement prévisible du crédit réduisent la probabilité d'un atterrissage en douceur.

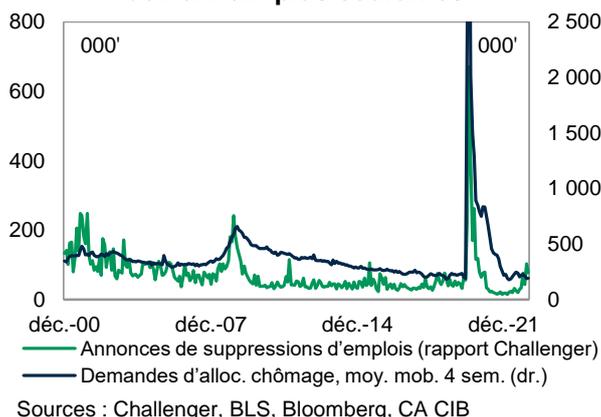
USA		
Variation annuelle moyenne	2022	2023
PIB	2,1%	1,3%
Inflation	8,0%	3,9%

**L'inflation totale mais aussi l'inflation sous-jacente devraient, toutes deux, approcher 3% fin 2023, sous l'effet combiné du ralentissement de la demande et de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement.** L'embellie sur le front de l'inflation devrait permettre à la Fed de commencer à préparer le terrain pour des baisses de taux directeurs en 2024. Couplé à l'allègement de la charge inflationniste qui pénalise les consommateurs, la détente monétaire permettrait à la croissance de revenir en territoire positif au premier trimestre 2024, tout en restant à un

**USA : les banques domestiques durcissent les conditions de crédit pour les entreprises**



**USA : les suppressions d'emplois deviennent plus courantes**



niveau inférieur à sa tendance de long terme. Tant en 2023 qu'en 2024, la croissance serait inférieure à la tendance.

**Malgré notre scénario central tablant sur une récession, nous n'attendons guère d'aide, ni de la politique monétaire ni de la politique budgétaire. En ce qui concerne la politique monétaire, la Fed a fait clairement comprendre qu'elle voulait se concentrer sur le problème de l'inflation.** Elle a notamment indiqué qu'elle considérait qu'une récession permettant de maîtriser l'inflation (en dépit des inconvénients qu'elle comporte à court terme) était préférable aux problèmes durables susceptibles de

résulter d'une perte d'ancrage de l'inflation. Il nous semble par conséquent peu probable que la Fed baisse ses taux en 2023, même en cas de légère récession, à moins que n'apparaissent de nouvelles inquiétudes majeures liées à la stabilité financière. Par ailleurs, les élections de mi-mandat de 2022 ont abouti à un pouvoir divisé, les Républicains contrôlant la Chambre des représentants et les Démocrates le Sénat : un accord sur un programme de dépenses important semble très peu probable, en particulier tant que l'inflation continuera d'être excessive.

Nicholas VAN NESS

## ZONE EURO : UN MÉLANGE INSOLITE DE PUISSANTS FACTEURS DE SOUTIEN ET DE FREINAGE

**La transmission de chocs défavorables et une incertitude élevée ont causé une nette décélération de l'activité économique de la zone euro, mais sa résilience a surpris et permis d'éviter une récession.** La tension entre la bonne santé du secteur privé et une inflation sous-jacente plus élevée et persistante rend plus difficile pour la BCE le pilotage de la transition : il s'agit d'opérer un passage aussi harmonieux que possible entre cette résilience et la fin de la phase d'expansion.

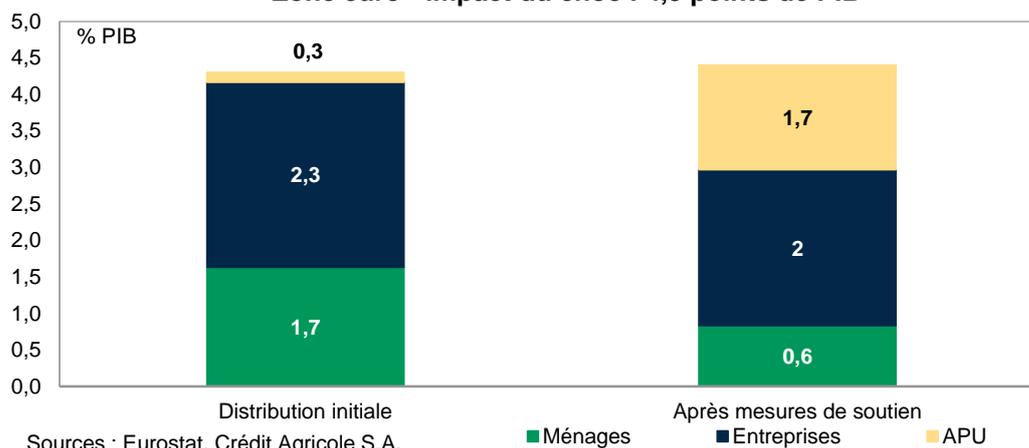
Si notre scénario table sur un atterrissage en douceur (croissance du PIB à 0,6% en 2023 et à 1,2% en 2024), avec un biais un peu moins optimiste que le consensus, les délais de transmission du resserrement monétaire pro-cyclique peuvent encore s'accompagner de risques baissiers à l'horizon de la prévision, en cas de réponse plus marquée du marché du travail et du cycle de crédit à la remontée des taux. Cet arbitrage n'est pas propre à la zone euro : il pourrait être compliqué par une plus forte résistance de l'inflation et conduire à un freinage plus brutal de l'économie mondiale avec des conséquences négatives pour la demande adressée à la zone et la stabilité financière. Un scénario de contraction de l'activité de la zone euro est relégué en scénario de risque.

### Résilience avec un effet trompe-l'œil

**Si la croissance du PIB au quatrième trimestre 2022 n'a été que marginalement négative (-0,03% sur le trimestre), ce résultat cache une dégradation de la demande intérieure caractérisée par un repli de la consommation privée (-0,9% sur le trimestre) et de l'investissement (-0,6% si on exclut la forte correction enregistrée en Irlande).**

L'investissement logement est en recul (-1,6%), ainsi que l'investissement en machines, équipements et matériels de transport. Seul le BTP n'est pas en repli au quatrième trimestre mais se contente de stagner. La dynamique de la formation de capital s'est brutalement arrêtée en Allemagne et en Espagne, à la fois dans la construction et dans l'investissement productif. Si la croissance du PIB n'a pas été plus négative, c'est par l'effet d'une contribution fortement positive des exportations nettes liée, entre autres, à la normalisation du comportement des achats d'énergie. Nous anticipons **une nouvelle légère baisse de la demande domestique au premier trimestre 2023 (-0,1%) alimentée par un repli supplémentaire, mais plus modeste, de la consommation des ménages.** Des ajustements difficiles à prévoir sont encore possibles du côté des importations et des stocks : ils sont

Zone euro - impact du choc : 4,3 points de PIB



susceptibles de « bousculer » la prévision de croissance tant du côté positif que du côté négatif en début d'année.

Le profil du scénario est ensuite caractérisé par une progression positive quoique très modeste, du PIB marquant une légère accélération à partir de la mi-2024. Deux forces opposées expliquent cette croissance positive mais poussive qui ne retrouve pas encore son rythme potentiel en fin d'année 2024 : d'une part, la baisse de l'inflation rend du pouvoir d'achat aux ménages mais, d'autre part, la remontée des taux d'intérêt mord de plus en plus sur l'investissement.

Pour les entreprises, la transmission de la politique monétaire s'est faite pleinement sur les taux à la clientèle bancaire. La dernière enquête BLS signale un resserrement des conditions de crédit et une baisse de la demande de crédit liée surtout au repli de l'investissement. La baisse des prix des intrants et les fonds européens devraient néanmoins soutenir l'investissement productif compensant l'affaiblissement de l'investissement logement et permettre un renforcement progressif mais modeste de l'accumulation de capital. Pour les ménages, le resserrement des conditions de crédit est plus marqué et la baisse de la demande de crédit pour l'achat du logement est sensible : c'est en effet la plus forte depuis 2003.

La consommation privée retrouverait une croissance positive, mais inférieure à la moyenne de la période 2015-2019. Elle pourra reposer sur une progression du revenu disponible réel qui redeviendrait positive dès le deuxième trimestre 2023. Le revenu des ménages a été soutenu par la croissance dynamique des revenus du travail mais aussi par des prestations sociales et des transferts, les deux ayant presque compensé l'effet négatif de l'inflation. Au cours de la dernière période connue (troisième trimestre 2022), la baisse du pouvoir d'achat du revenu des ménages a été limitée à 0,3% en rythme annuel dans la zone et circonscrite à 0,2% en France, tandis que le revenu réel a encore progressé en Allemagne et aux Pays-

Bas. Il a, en revanche, davantage baissé en Italie mais surtout en Espagne, où la dynamique du revenu disponible nominal est plus faible. C'est grâce au repli du taux d'épargne que le recul de la consommation n'a pas été plus marqué. Si le taux d'épargne est désormais inférieur à son niveau pré-pandémique dans toutes les grandes économies de la zone, il a baissé plus massivement en Espagne et, dans une moindre mesure, en Italie. L'excès d'épargne cumulée depuis le Covid continue néanmoins d'augmenter, sauf en Espagne et en Italie où, au troisième trimestre 2022, on constate une première érosion. La disponibilité de ce surplus d'épargne, s'il devait être mobilisé plus rapidement, constitue un risque haussier sur notre scénario.

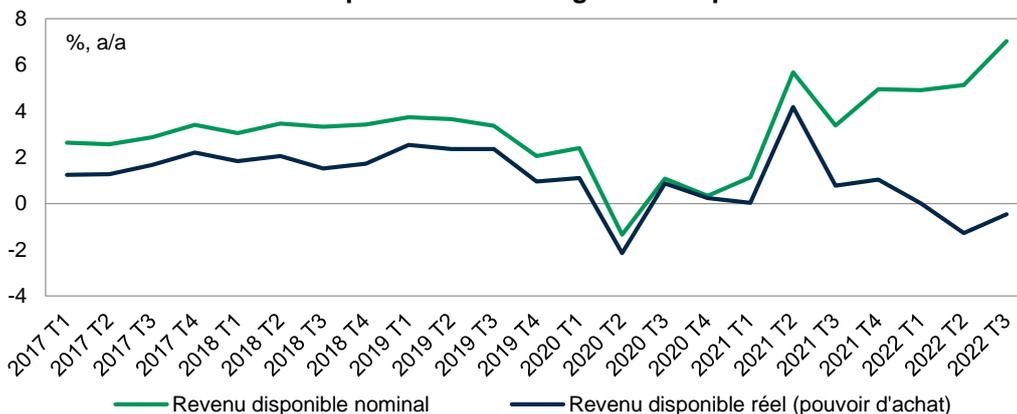
*Inflation : la transmission retardée des chocs et le pouvoir retrouvé de fixation des prix*

La plupart des indicateurs suggèrent que le pic du choc inflationniste est passé. Les prix du gaz semblent avoir atteint une « nouvelle normalité » à moins de 100 euros par mégawattheure (en moyenne à 75 € par MWh en 2023 et à 90 € en 2024 dans notre prévision) : c'est bien inférieur au pic historique (340 €/MWh), mais supérieur à la moyenne historique (18 €/MWh). La récente stabilisation des prix du gaz est le résultat fragile de multiples événements ponctuels ; les facteurs de hausse des prix sont néanmoins encore présents. Or, la baisse de l'inflation est actuellement tirée exclusivement par celle de la composante énergétique.

*Renforcement du pouvoir de fixation des prix et comportements opportunistes de marge sont de nouveaux risques pour l'inflation.*

La hausse des autres composantes est encore portée par les effets retardés de la transmission des coûts énergétiques. C'est surtout le cas des biens alimentaires transformés qui ont connu en début d'année des ajustements de prix à la hausse dans la grande distribution dans plusieurs pays. C'est aussi le cas dans les services : la remontée des salaires y a été rapide et se répercute sur les prix de vente. C'est

UE : revenu disponible des ménages et son pouvoir d'achat



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

moins le cas pour les prix des biens industriels non énergétiques : ils sont encore affectés par la répercussion des accroissements passés des prix de l'énergie, mais ont bénéficié de l'assouplissement des contraintes sur les chaînes d'approvisionnement et de l'appréciation de l'euro. **Nous prévoyons donc une baisse de l'inflation à 5,9% en moyenne en 2023 et 3,1% en 2024. L'inflation sous-jacente sera encore élevée à 4,9% en moyenne en 2023 et à 2,7% en 2024.**

*Emploi, productivité et mini-cycle des salaires*

La traction des prix par les salaires s'accroît avec une accélération des salaires effectifs enregistrée au quatrième trimestre 2022 (5,4% sur un an), tirée surtout par le secteur des services (hors commerce, transports et hébergement), tandis qu'un ralentissement est visible dans la construction et l'industrie. La contribution du relèvement du salaire minimum a été très importante en 2022 (avec une croissance de ce dernier de 8% en Allemagne, 6% en France et 5% en Espagne sur un an au cours du deuxième semestre). La hausse de la durée effective du travail a aussi contribué. La composante négociée du salaire a été plus modeste : des primes exceptionnelles ont assuré la récupération des pertes de pouvoir d'achat passées, tandis que la dynamique salariale issue des négociations a été modérée. Elle a néanmoins accéléré en fin d'année. Nous tablons sur une accélération du salaire par tête à 5,1% en 2023 (après 4,8% en 2022), avant de ralentir à 3,8% en 2024 avec une moindre contribution des augmentations du salaire minimum, des heures travaillées et des primes.

**Des effets de second tour sont particulièrement visibles dans l'évolution des marges des entreprises, qui signalent un renforcement du pouvoir de fixation des prix des entreprises de la zone et des comportements opportunistes facilités par la volatilité des prix relatifs.**

Les marges sont de retour au pic de fin 2017 : élevées et en hausse dans l'industrie (surtout auprès des producteurs d'énergie) et les services financiers, dans une moindre mesure dans la construction, alors

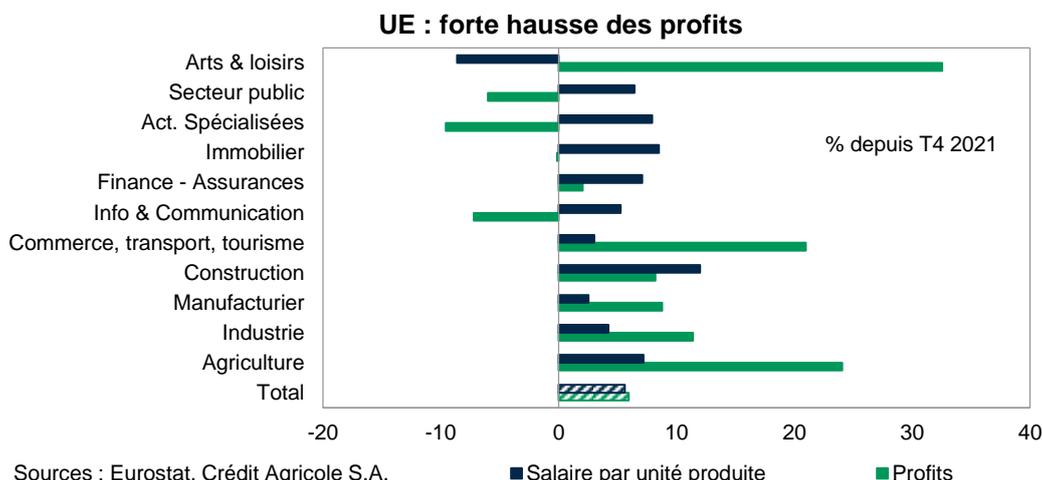
qu'elles se tassent déjà dans le commerce et dans les autres services non financiers. Mais le ralentissement du cycle de productivité est déjà avéré. Nous prévoyons que l'affaiblissement de la productivité pèse sur les bénéfices et limite le potentiel de hausse des salaires. En revanche, **l'emploi restera résilient avec une augmentation limitée du chômage et un certain recours aux dispositifs de chômage partiel** (déjà ouverts dans des secteurs spécifiques).

*Un policy-mix doublement pro-cyclique*

Si la BCE continue de voir, dans un désancrage des anticipations d'inflation et dans l'enclenchement d'une boucle prix-salaire, le principal risque de dérive de l'inflation par rapport à son objectif, elle s'est dite aussi très attentive à l'évolution des profits.

	2022	2023
Variation annuelle moyenne		
PIB	3,5%	0,6%
Inflation	8,4%	5,9%

Lors de sa dernière réunion de mars, elle a remonté ses taux d'intérêt directeurs de 50 points de base, portant le taux de refinancement à 3,5% et le taux de dépôt à 3%. Elle a, surtout, renforcé son approche conditionnée par les données, en dévoilant plus explicitement sa fonction de réaction. **Son action future dépendra de trois facteurs** : son évaluation des perspectives d'inflation en fonction des données macro-économiques et financières disponibles, l'évolution de l'inflation sous-jacente, la force de la transmission de la politique monétaire. L'explicitation de la fonction de réaction réduit la possibilité de prise de parole des membres les plus agressifs du Conseil des gouverneurs, qui souhaiteraient pré-engager la BCE sur une trajectoire de hausse des taux. La BCE a néanmoins affirmé que, si son scénario central d'inflation se réalisait dans un contexte d'incertitude réduite, d'autres remontées des taux seraient



inévitables. **La politique budgétaire est restée plutôt neutre en 2022, compensant en partie le resserrement de la politique monétaire.** L'amélioration des déficits est surtout le fait de l'inflation : celle-ci a généré des recettes exceptionnelles, utilisées en partie pour financer des mesures destinées à contrer l'impact de l'inflation et se substituant aux mesures *post-Covid*. Cependant, la Commission européenne a récemment fourni des orientations quant à l'application de la supervision budgétaire en 2023 et 2024 dans l'attente d'un accord législatif sur la réforme de la gouvernance. **Les procédures de déficit excessif seront appliquées dès 2024 sur la base des réalisations budgétaires de l'année 2023.** La Commission préconise une plus forte responsabilisation des pays dans le contrôle des dépenses courantes avec une obligation doublée d'une contrainte : il s'agit de réduire

mais aussi de cibler rapidement les mesures de soutien liées à la hausse des coûts de l'énergie, tout en évitant tout soutien injustifié de la demande pouvant entraver la transmission de la politique monétaire. Les pays seront donc obligés de réviser à la baisse la portée de leurs mesures de soutien liées à l'énergie, alors que monte la pression pour un contrôle plus strict des dépenses courantes. En effet, les nouvelles orientations lient les trajectoires de réduction des dettes à celle des dépenses totales (hors intérêts) tout en contraignant les États à s'engager sur leurs dépenses d'investissement. L'impulsion budgétaire sera donc négative en 2023 (-0,8 point de PIB) et en 2024 (-0,7 point).

Paola MONPERRUS-VERONI

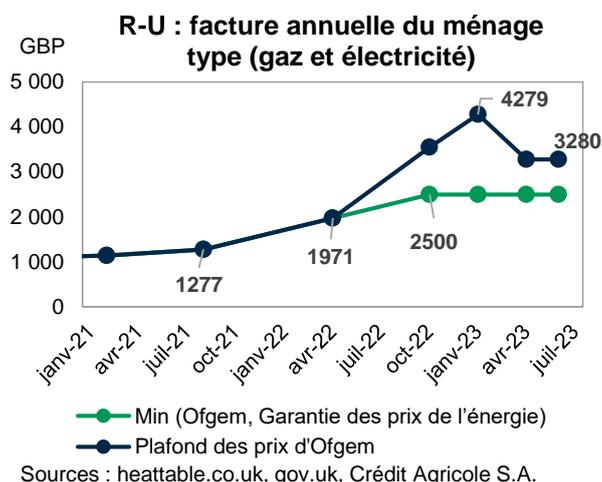
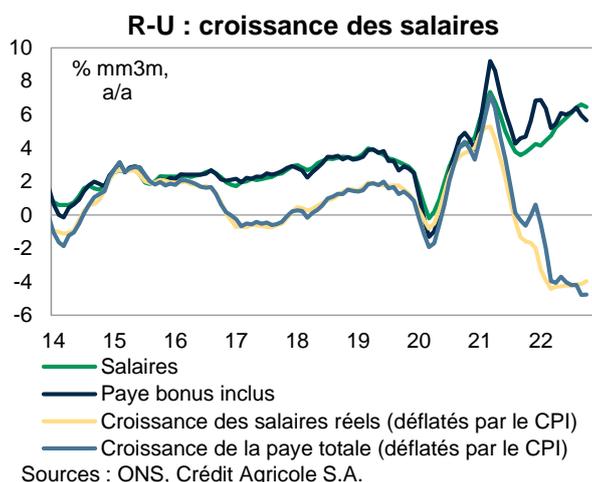
## ROYAUME-UNI : LA BAISSÉ DES PRIX DE L'ÉNERGIE AMÉLIORE LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À COURT TERME

**Après avoir évité de justesse une récession au quatrième trimestre 2022, l'économie britannique a connu un début d'année encourageant.** Le PIB a en effet légèrement augmenté en janvier (+0,3% en variation mensuelle) et les enquêtes PMI ont fortement rebondi en février et en mars. L'amélioration de la confiance des entreprises semble liée à la baisse, forte et récente, des prix de l'énergie. De plus, les goulets d'étranglement et les pénuries de matériaux semblent s'être résorbés, renforçant la confiance des entreprises industrielles. Avec un taux de chômage stable à 3,7%, le marché du travail est resté tendu, même si le taux de postes à pourvoir (qui avait atteint des records historiques) a baissé et que la progression des salaires a légèrement ralenti, à 7% dans le secteur privé.

*La crise du coût de la vie est loin d'être terminée, l'inflation étant désormais dopée par l'augmentation des prix de l'alimentation.*

**Autre élément positif pour les perspectives à court terme : l'assouplissement de la politique budgétaire annoncé par le gouvernement dans son**

**budget de mars.** Cela a été rendu possible par un déficit public plus faible que prévu pour l'exercice en cours et par des révisions à la hausse des prévisions économiques de l'OBR, qui ont entraîné une baisse des prévisions de besoins de financement pour les cinq prochaines années (avant les nouvelles mesures annoncées en mars), désormais inférieures de 25 milliards de livres sterling en moyenne par an à ce qui avait été estimé en novembre. Le chancelier a décidé d'utiliser l'essentiel de cette marge de manœuvre, soit 20 milliards de livres par an pendant les trois prochaines années (soit 0,8% du PIB de 2022), pour donner un petit « coup de pouce » à la fois à l'offre et à la demande. La prolongation de la garantie des prix de l'énergie à 2 500 livres (facture annuelle pour un ménage-type) pour trois mois supplémentaires, jusqu'à la fin du mois de juin, constitue une mesure-clé. Cela signifie que les factures d'énergie des ménages resteront stables au deuxième trimestre, au lieu d'augmenter de 20% comme elles l'auraient fait avec une garantie de 3 000 livres. Cette mesure va se traduire par une trajectoire d'inflation plus faible que cela n'était prévu avant le budget (-0,7 point de



pourcentage à 6,8%, pour les prix à la consommation en moyenne au deuxième trimestre 2023, selon nos estimations).

 Variation annuelle moyenne	2022	2023
PIB	4,1%	0,6%
Inflation	9,1%	6,7%

**L'objectif de la politique budgétaire reste de consolider les finances publiques au cours des prochaines années** : l'impulsion budgétaire (mesurée par la variation du déficit structurel primaire) sera de -1,1 point de PIB pour l'exercice 2023-2024 (contre -2,5 points prévus en novembre) et sera de -1,5 point pour l'exercice 2024-2025 (ampleur inchangée). L'augmentation confirmée du taux de l'impôt sur les sociétés de 19% à 25% à partir du mois d'avril ainsi que le gel des seuils de l'impôt sur le

revenu des personnes physiques, annoncé précédemment, sont deux éléments essentiels du resserrement budgétaire.

**Les perspectives à court terme de l'économie britannique semblent donc effectivement plus favorables qu'il y a trois mois, mais les obstacles à la croissance restent importants.** La crise du coût de la vie est loin d'être terminée, l'inflation étant désormais dopée par l'augmentation des prix de l'alimentation. Le resserrement de la politique monétaire n'a pas encore produit tous ses effets sur la croissance, *via* la hausse des taux d'intérêt et le resserrement des conditions de crédit. Les principaux risques pour la croissance sont les incertitudes liées à la crise géopolitique (avec notamment le risque de nouvelles tensions sur les prix de l'énergie) et l'impact sur la croissance, mais aussi sur la stabilité financière de l'important resserrement de la politique monétaire au Royaume-Uni et à l'étranger.

Slavena NAZAROVA

## JAPON : LA DEMANDE INTÉRIEURE VA COMPENSER LA FAIBLESSE DE LA DEMANDE EXTÉRIEURE

*La demande intérieure va continuer de soutenir la croissance*

**La transition du Japon vers un monde *post-Covid* se poursuit avec un certain retard par rapport aux autres grandes économies.** Les mesures sanitaires ont été à nouveau assouplies en mars et le gouvernement prévoit de « rétrograder » le virus sur l'échelle de dangerosité en mai.

**La reprise économique devrait se poursuivre en 2023 et 2024.** L'économie mondiale montrant des signes de ralentissement, le commerce extérieur devrait apporter une contribution négative à la croissance ; les politiques budgétaire et monétaire accommodantes, associées à de nouvelles avancées vers un monde *post-Covid*, devraient, en revanche, soutenir la reprise de la demande intérieure et compenser le déclin de la demande extérieure.

*La principale cause de la déflation au Japon est l'excès d'épargne des entreprises.*

Bénéficiant de nouveaux assouplissements des restrictions sanitaires et de reprise des voyages transfrontaliers (laquelle contribuera à relancer le tourisme intérieur), **la consommation privée devrait rester soutenue.** Les tensions sur le marché du travail continuent, en outre, de se traduire par des pressions haussières sur les salaires et les dernières négociations salariales ont donné de bons résultats, préservant le revenu des ménages.

**Parallèlement, les plans d'investissement des entreprises restent ambitieux** : elles augmentent en effet leurs investissements non seulement pour atténuer les perturbations des chaînes d'approvisionnement, mais également pour compenser la pénurie croissante de main-d'œuvre à laquelle elles sont confrontées. Les investissements privés sont restés inférieurs à 16% du PIB depuis la pandémie. Mais avec la reprise actuelle des investissements, ce ratio devrait progressivement se rapprocher de 17%. Cette reprise, combinée à une progression continue des salaires dans un marché du travail tendu, devrait faire baisser le niveau d'épargne anormalement élevé des entreprises. Enfin, nous n'anticipons pas une démission prochaine du Premier ministre, Fumio Kishida, compte tenu de sa popularité et de la reprise économique, mais **un consensus de plus en plus net se dessine au sein de la coalition au pouvoir en faveur du maintien des mesures de soutien économique**, afin de soutenir la demande intérieure face un environnement extérieur moins favorable.

 Variation annuelle moyenne	2022	2023
PIB	1,6%	1,8%
Inflation	2,3%	1,8%

*Le récent pic d'inflation devrait rester temporaire dans la mesure où les pressions déflationnistes structurelles persistent*

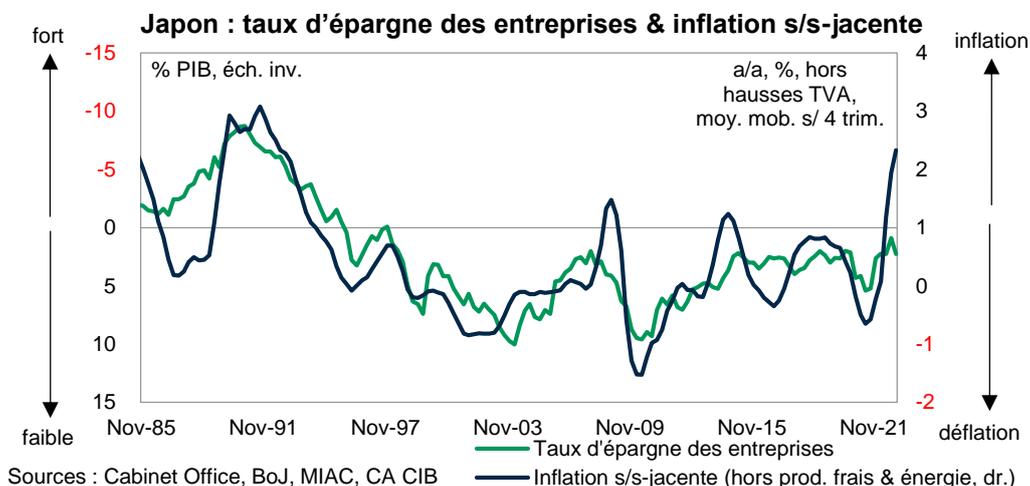
**Les principales mesures d'inflation ont dépassé l'objectif de 2% fixé par la BoJ.** Toutefois, l'essentiel des pressions haussières sur les prix est lié à l'augmentation des prix à l'importation et non à une forte reprise de la demande intérieure : les tendances inflationnistes sous-jacentes n'ont probablement pas changé. Le gouvernement et la BoJ estiment que l'économie japonaise n'a pas encore atteint son objectif : celui d'une inflation durablement à 2%. La principale cause de la déflation au Japon est l'excès d'épargne des entreprises.

**Après l'effondrement de la bulle économique japonaise, les entreprises se sont fortement restructurées et ont limité leur endettement.** Par

conséquent, leur taux d'épargne est devenu positif, ce qui a, depuis lors, continué à peser très fortement sur la demande agrégée et, en retour, renforcé les pressions structurelles déflationnistes.

L'augmentation des dépenses d'investissement et le resserrement du marché du travail devraient faire disparaître l'excès d'épargne des entreprises et renforcer les pressions inflationnistes : cela prendra vraisemblablement quelques années. **À court terme, le récent pic d'inflation devrait provoquer un effet de base significatif à partir du second semestre 2023 et limiter la progression de l'inflation sous-jacente, laquelle devrait ralentir à 1,8% sur l'année 2023, puis à 1,6% en 2024.** Toutefois, les forces déflationnistes structurelles se seront allégées et nous anticipons une ré-accelération vers l'objectif de 2%.

Takuji AIDA – Arata OTO



## Focus – La stabilité des secteurs bancaires à l'épreuve du resserrement monétaire

Le resserrement monétaire devrait autoriser les banques à renouer avec de meilleurs niveaux de rentabilité, en leur permettant d'augmenter leur marge nette d'intérêts. Toutefois, il comporte également des risques car il affecte la valorisation de certains produits financiers qui figurent à l'actif des banques. Il rend, en outre, l'accès à la liquidité plus coûteux, voire plus difficile. La hausse des taux a contribué à la faillite d'un établissement aux États-Unis. Grâce à des modèles d'activité et de gestion plus sains et aux engagements de la Banque centrale européenne, les banques européennes sont aujourd'hui mieux protégées que leurs homologues américaines.

### Une hausse des taux avec des conséquences sévères aux États-Unis

Les récentes turbulences sur le secteur bancaire américain et, en particulier, la faillite de *Silicon Valley Bank* (SVB) ont mis en évidence la sensibilité des bilans bancaires aux variations des taux d'intérêt et aux conditions d'accès à la liquidité.

SVB, seizième banque des États-Unis par la taille de bilan à la fin 2022, était spécialisée dans le financement d'entreprises technologiques et de *start-up*. À la suite de la pandémie de Covid, ces entreprises ont réalisé des levées de fonds importantes qui ont généré une forte croissance des dépôts gérés par la banque. SVB a alors choisi d'investir ces ressources abondantes dans des bons du Trésor américain et dans des titres adossés à des prêts immobiliers. Si ces produits financiers se caractérisent par un risque de défaut faible, ils portent néanmoins un risque de taux, contre lequel la banque ne s'est pas correctement protégée.

Aussi, lorsque la Réserve fédérale américaine (*Fed*) a procédé à un resserrement de sa politique monétaire et provoqué une hausse des taux d'intérêt, le prix des titres a chuté et, avec lui, la valorisation de ces instruments à l'actif de la banque californienne. Par ailleurs, l'augmentation des taux a provoqué un durcissement des conditions de financement pour les entreprises technologiques : elles se sont alors tournées vers SVB pour récupérer une partie de leurs liquidités. Lorsque la banque s'est révélée incapable de lever des fonds supplémentaires pour honorer ces

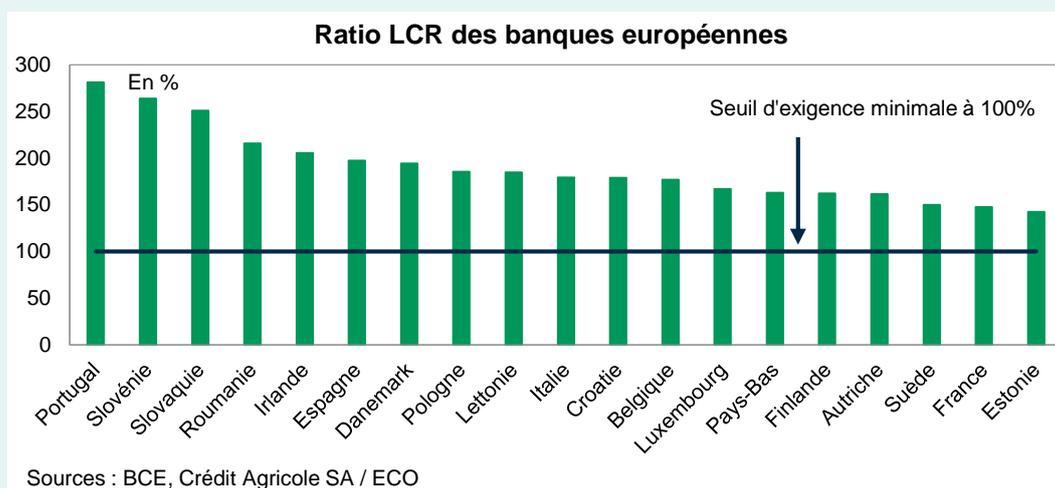
demandes de retraits, les déposants ont provoqué une panique bancaire (*bank run*) et la faillite de SVB. Cet événement a obligé la *Fed* à intervenir immédiatement : elle est revenue sur sa politique de resserrement quantitatif pour éviter une crise de liquidité qui aurait pu se propager à l'ensemble du système bancaire américain.

### Un secteur bancaire moins exposé aux crises dans l'Union européenne

Évidemment, le secteur bancaire européen est bien plus résilient que ne l'était SVB, comme l'ont d'ailleurs rappelé de concert les autorités de supervision et les responsables gouvernementaux européens. D'abord, les banques européennes ont des modèles d'activité plus diversifiés ; aucun grand établissement de crédit n'est aussi dépendant d'un secteur que SVB ne l'était à l'égard des entreprises technologiques.

### Le secteur bancaire européen obéit à des exigences réglementaires plus sévères que les banques américaines.

De plus, les banques européennes obéissent à des standards de supervision plus contraignants que la banque américaine, qui avait bénéficié d'exemptions prudentielles en 2018 et n'était même pas tenue d'appliquer l'intégralité des accords de Bâle, malgré une taille de bilan importante. Ainsi, les banques de l'Union européenne sont notamment soumises à des exigences supplémentaires sur des ratios de liquidité (*Liquidity Coverage Ratio, LCR ; Net Stable Funding Ratio, NSFR*), qu'elles satisfont d'ailleurs largement.



Elles sont, par ailleurs, soumises à des obligations relatives à leur gestion du risque de taux, qui limitent la probabilité d'occurrence d'une panique bancaire. Enfin, la plupart disposent de niveaux de capital excédant largement les prescriptions réglementaires et qui leur permettraient d'absorber des chocs importants, y compris sur les taux d'intérêt de marché, comme l'ont démontré les tests de résilience (*stress-tests*) de l'Autorité bancaire et de la Banque centrale européennes.

### *Une BCE attentive à la stabilité financière*

Par ailleurs, la BCE se montre attentive à la situation du secteur bancaire, ne serait-ce que parce qu'il est un rouage essentiel dans la transmission de sa politique monétaire. À l'issue du Conseil des gouverneurs du 16 mars 2023, Christine Lagarde a expliqué qu'il

n'existait aucun arbitrage entre l'objectif de stabilité des prix et la stabilité financière ; elle a précisé la fonction de réaction de la BCE, qui s'appuie notamment sur la prise en compte de données financières, ainsi que sur la vigueur de la transmission de la politique monétaire. La présidente a également indiqué que sa « boîte à outils » lui permettait, à la fois, de combattre l'inflation (en utilisant le niveau des taux d'intérêt) et de maintenir le bon fonctionnement du secteur bancaire, *via* une palette d'instruments non conventionnels, dans laquelle pourraient figurer les programmes d'achats d'actifs, l'instrument de protection de la transmission (*transmission protection instrument*, TPI) la politique de collatéral, voire une possible nouvelle vague d'opérations de financement à long terme (TLTRO).

**Lionel POTIER**



# PAYS ÉMERGENTS

## Recherche ancrage désespérément

Panorama – Recherche ancrage désespérément

Chine – Parée au décollage

Brésil – Révision des politiques budgétaire et monétaire

Russie – L'allégeance à la Chine et le soutien des neutres

Inde – Y aura-t-il un « moment indien » ?

## Recherche ancrage désespérément

Certains marchés émergents affichent des niveaux taux d'intérêt attractifs, tandis que d'autres (en Asie notamment) bénéficient de bonnes perspectives de croissance. Pour que cette situation favorable se traduise par des flux d'investissement conséquents, les économies émergentes ont besoin de trouver des points d'ancrage sur quatre fronts : l'inflation (et le rythme futur de désinflation), la croissance économique une fois atténuée l'impulsion de la réouverture *post-Covid* de la Chine, la fin du cycle de hausse des taux américains (en tenant compte des risques de liquidité à l'échelle mondiale) et la géopolitique.

Si l'on considère certains aspects de l'économie et des marchés mondiaux, 2023 devrait être un très bon cru pour les marchés émergents. Premier point : la **croissance économique**. D'après les dernières prévisions du FMI, les économies émergentes devraient générer pas moins de 87% de la croissance mondiale cette année. La Chine serait responsable de plus d'un tiers de cette croissance et les pays émergents hors Chine et Inde en assureraient un autre tiers. L'Inde, à elle seule, devrait contribuer pour 16%, deux fois plus que les 8% des États-Unis et de la zone euro réunis.

Deuxième point : le **portage**. Il est vrai que la hausse des taux d'intérêt américains a réduit l'écart moyen de taux d'intérêt entre pays émergents et États-Unis, mais de nombreux pays émergents continuent d'afficher des taux d'intérêt bien supérieurs à ceux des États-Unis. Ces taux d'intérêt attractifs s'accompagnent évidemment de risques plus élevés, mais en l'absence de nouvelle mésaventure financière du type de celle vécue par SVB, ces écarts de portage peuvent alimenter l'intérêt des investisseurs pour les marchés émergents.

Jusqu'à présent, 2023 n'a pourtant pas été une grande année en termes de flux de portefeuille vers les pays émergents : notre indicateur des flux de capitaux, basé sur huit grands pays émergents, suggère que l'année 2023 est équivalente à 2022 (alors même que le premier trimestre 2022 avait été marqué par le début de la guerre en Ukraine) et bien inférieure à 2019 et 2021.

Pour libérer leur potentiel, les économies émergentes ont besoin de perspectives mieux ancrées, sur quatre fronts : l'inflation et le rythme futur de désinflation, la croissance économique une fois atténuée l'impulsion de la réouverture *post-Covid* de la Chine, la fin du cycle de hausse des taux américains (en tenant compte des risques de liquidité à l'échelle mondiale) et la géopolitique.

### Point d'ancrage n°1 : l'inflation

La **désinflation mondiale est en cours**. La baisse des prix des matières premières depuis le printemps 2022 continuera de se traduire par une baisse de l'inflation, y compris dans les pays émergents. Le recul des blocages dans les chaînes d'approvisionnement (qui, selon certains indicateurs comme l'indice de la Fed de New York, sont revenus à des niveaux similaires à ceux d'avant la crise sanitaire) et la normalisation des cours du fret suggèrent également une poursuite de la désinflation. On ne sait toutefois pas exactement à quel rythme cette désinflation s'opérera, ni à quel niveau l'inflation se stabilisera.

Tout d'abord, **de nombreuses banques centrales sont devenues réticentes à relever leurs taux malgré une inflation qui reste élevée** : pour preuve, les taux d'intérêt réels sont négatifs, voire très négatifs, dans de nombreux pays. Par ailleurs, le marché du travail se resserre dans de nombreux pays émergents (dans certains pays, le taux de chômage a atteint des niveaux historiquement bas en début d'année) : cette situation pourrait exercer des pressions sur les salaires et freiner la baisse de l'inflation. L'existence de taux

Pays émergents : exportations



d'intérêt réels négatifs dans un contexte d'inflation encore élevée pourrait donner l'impression que les banques centrales réagissent avec un temps de retard : les devises pourraient en pâtir si l'inflation baissait plus lentement qu'attendu. Significatif au deuxième trimestre, ce risque devrait s'atténuer au second semestre avec la poursuite du recul de l'inflation.

### Point d'ancrage n°2 : la croissance

En ce qui concerne la croissance économique, deux bonnes nouvelles sont à noter depuis le début de l'année. Tout d'abord, **le ralentissement a été moins marqué que prévu aux États-Unis et en Europe** : ces deux blocs ont mieux résisté aux hausses rapides et importantes des taux directeurs, une résistance qui a soutenu les perspectives de la sphère émergente au regard des attentes initiales.

L'autre bonne nouvelle concerne la **Chine**, où la **réouverture post-Covid a été plus rapide et plus efficace qu'attendu**, alimentant une amélioration des perspectives de croissance. Cela devrait avoir des retombées positives sur d'autres économies émergentes, en particulier asiatiques grâce au tourisme, lequel devrait continuer de progresser dans les trimestres à venir.

Mais **le contexte mondial pourrait ne pas rester aussi favorable à la croissance pendant le reste de l'année**. L'effet du resserrement monétaire pourrait s'intensifier dans les économies développées et se traduire par un recul de leur croissance au second semestre. Les exportations des pays émergents ont déjà fortement ralenti au cours des derniers mois et la baisse pourrait se poursuivre au second semestre sous l'effet de l'affaiblissement attendu de la demande des pays développés.

En outre, après la phase de rattrapage *post-réouverture*, **la croissance de la Chine devrait se normaliser**, possiblement dans le courant du quatrième trimestre 2023, avec un atterrissage économique favorisé par un potentiel limité en termes d'exportations et d'investissements dans la construction ainsi que par des difficultés persistantes dans le rééquilibrage de la croissance, de l'investissement vers la consommation privée.

Si l'on combine le ralentissement aux États-Unis et en Chine aux deuxième et troisième trimestres, les perspectives de la demande mondiale pourraient s'assombrir au deuxième semestre, en particulier au quatrième trimestre.

### Ancrage n°3 : les taux d'intérêt américains

**Les devises émergentes ont assez bien résisté aux secousses récentes dans le secteur bancaire aux États-Unis et en Europe**. Ces turbulences ont en effet provoqué une baisse, forte et favorable, des taux de

marché et des taux directeurs anticipés aux États-Unis. Cela a offert un répit aux devises émergentes, lesquelles avaient souffert de la hausse des taux américains en 2022 puis entre début février et début mars 2023.

*Pour libérer leur potentiel, les économies émergentes ont besoin de perspectives mieux ancrées... sur quatre fronts.*

Et maintenant ? La baisse de l'inflation se poursuivant, les hausses de taux de la *Fed* vont toucher à leur fin : le rythme de la désinflation reste néanmoins largement incertain. Par ailleurs, alors que les contrats à terme sur *Fed funds* tablent actuellement sur d'importantes baisses des taux directeurs avant la fin de l'année, un tel scénario est peu probable : notre scénario retient une amorce de baisse des taux à partir de 2024. Les devises émergentes pourraient donc se retrouver sous pression, lorsque le marché fera marche arrière sur ses attentes actuelles, éventuellement au deuxième trimestre. Après s'être ajustés à la hausse, les taux de marché américains pourraient se stabiliser au second semestre, offrant un contexte plus stable aux investisseurs pour se porter acheteurs d'actifs émergents.

### Ancrage n°4 : la géopolitique

**Les risques géopolitiques** semblent avoir reculé dans la liste des préoccupations du marché, mais ils **vont rester un facteur majeur cette année**.

**En Ukraine, on ne voit pas de signe d'arrêt du conflit à court terme**. En revanche, les risques d'escalade sont toujours présents, comme le suggèrent l'amitié réaffirmée entre la Chine et la Russie et la fourniture par l'Occident d'armes plus sophistiquées à l'Ukraine (*cf. Focus géopolitique*).

**Les tensions entre les États-Unis et la Chine se sont intensifiées depuis l'an dernier**, notamment depuis que les États-Unis ont décidé de restreindre l'accès de la Chine aux technologies critiques. Ces pressions devraient se poursuivre et s'intensifier dès la fin de l'année à l'approche des élections taïwanaises prévues l'an prochain. Il est toujours difficile de prévoir les positions géopolitiques des pays ; la Chine pourrait tenter de diviser la population taïwanaise et faire de l'élection un choix sur la question des relations entre Taïwan et la Chine continentale : il s'agirait d'un choix entre un *statu quo* pacifique et une position plus susceptible de conduire à une escalade des tensions dans le détroit de Taïwan. Habituellement, le KMT (*Kuomintang*, principal parti d'opposition) est plus favorable à un *statu quo*, tandis que le DPP (Parti démocrate progressiste) affirme plus ouvertement l'indépendance de Taïwan. Dans ce contexte, la question de Taïwan pourrait devenir une source de volatilité géopolitique croissante au cours des trimestres à venir, susceptible d'alimenter la volatilité des marchés.

En résumé

Les pays émergents pourraient commencer à trouver un point d’ancrage pour deux des quatre grands problèmes auxquels ils sont confrontés. L’inflation devrait continuer de refluer dans la sphère émergente. Cela limitera le risque, pour les banques centrales émergentes, de donner l’impression qu’elles agissent avec retard et leur offrira une certaine marge de manœuvre pour de futures baisses de taux. La stabilisation des taux d’intérêt américains au deuxième trimestre pourrait également déboucher sur un environnement plus stable pour les pays émergents pendant la deuxième partie de l’année, bien que l’incertitude quant au rythme de la désinflation laisse subsister des scénarios alternatifs moins favorables en matière de taux de marché américains.

En revanche, les perspectives de demande mondiale pourraient devenir plus incertaines jusqu’à la fin de l’année et les risques géopolitiques être susceptibles de s’intensifier plutôt que de s’atténuer dans les trimestres à venir.

Chiffres clés		
Variation annuelle moyenne	2022	2023
PIB	3,7%	3,6%
Inflation	8,9%	6,3%

La croissance économique de la sphère émergente devrait rester quasiment stable, à 3,6% en 2023 après 3,7% en 2022, malgré l’accélération chinoise. Fait notable, cette stabilité interviendrait en dépit d’un ralentissement plus marqué des économies développées. Le différentiel de croissance entre économies émergentes et économies développées devrait donc s’élargir : une illustration de la résilience des économies émergentes, asiatiques notamment.

Sébastien BARBÉ

CHINE : PARÉE AU DÉCOLLAGE

2023 : une année idéale pour la Chine

Nous sommes optimistes sur l’évolution de l’économie chinoise en 2023 : elle devrait connaître une reprise de la croissance, une légère reflation et une politique économique accommodante. Cette toile de fond macro-économique devrait permettre une légère appréciation du yuan.

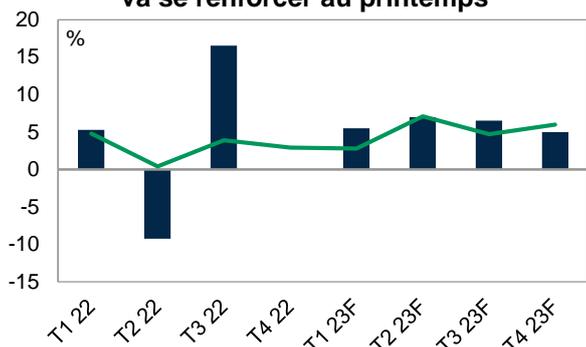
La croissance du PIB devrait atteindre 5,2% en 2023, contre 3% en 2022, les mesures de politique économique ayant finalement été harmonisées pour stimuler la croissance, avec une attention particulière portée au rétablissement de la confiance. Le gouvernement a fixé un objectif de croissance du PIB à « environ 5% », un niveau légèrement inférieur aux attentes du marché : cela pourrait indiquer que la

Chine met davantage l’accent sur la qualité de la croissance que sur sa « quantité ».

Une politique économique harmonisée pour assurer la croissance en 2023

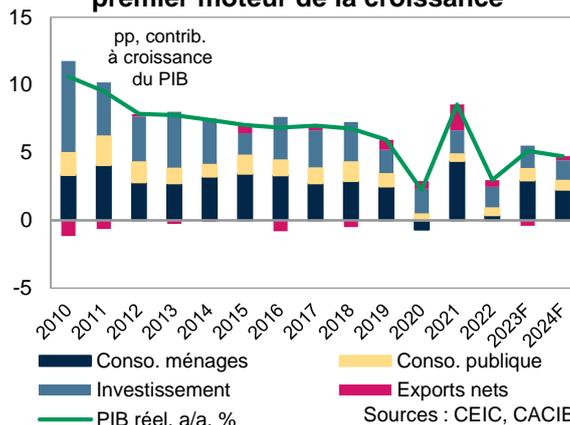
La politique monétaire et la politique budgétaire resteront probablement accommodantes, en particulier au premier semestre. En effet, la reprise de la croissance n’est pas encore très solide, les pressions inflationnistes restent modérées et l’environnement extérieur pourrait être assez difficile en raison du resserrement des conditions financières à l’échelle mondiale, du ralentissement anticipé de la demande mondiale et des inquiétudes géopolitiques persistantes. La banque centrale (la PBoC) a abaissé le taux de réserve obligatoire (RRR) de 25 points de

Chine : la reprise de la croissance va se renforcer au printemps



Sources : CEIC, Crédit Agricole CIB

Chine : la consommation privée premier moteur de la croissance



Sources : CEIC, CACIB

base au début du mois de mars pour reconstituer la liquidité. Elle reste concentrée sur l'expansion du crédit : une baisse des taux de dépôt et des taux préférentiels des banques reste possible mais la PBoC n'abaissera pas ses taux directeurs, à moins de chocs majeurs sur la croissance. Les mesures budgétaires ont apparemment déçu les marchés mais, si l'on considère les dépenses budgétaires traditionnelles (inscrites au budget de l'État) et celles des banques publiques d'investissement, l'ampleur des mesures de soutien budgétaire devrait être du même ordre qu'en 2022.

*L'environnement réglementaire devrait évoluer favorablement pour l'économie privée, avec la rectification de textes trop contraignants.*

En outre, l'environnement réglementaire devrait évoluer favorablement pour l'économie privée, avec la rectification de textes trop contraignants, les dirigeants s'engageant à soutenir l'économie privée et à stimuler la confiance des entrepreneurs. Enfin, dans un contexte géopolitique de plus en plus complexe et difficile, la Chine semble vouloir adopter un profil plus conciliant, visant à davantage d'ouverture sur le reste du monde et à stabiliser le sentiment autour des investissements directs étrangers.

*La croissance devrait accélérer à partir du deuxième trimestre*

Les données économiques recueillies en Chine depuis le début de l'année montrent que **l'activité domestique a nettement rebondi après le trou d'air qui a précédé la réouverture post-Covid, fin 2022**. À l'inverse, les exportations se contractent en raison de l'affaiblissement de la demande extérieure. Bien que ces données ne soient pas suffisamment marquées pour justifier l'optimisme initial du marché, la reprise reste en bonne voie et la dynamique économique se renforcera de manière plus significative à partir du deuxième trimestre.

*La consommation sera le principal moteur de la croissance*

**Le principal moteur de la croissance sera la consommation des ménages** : elle devrait accélérer à 8% en 2023, contre à peine 1% en 2022, contribuant ainsi pour près de 60% à la croissance globale de 5,2% du PIB. La situation du marché du travail et les rémunérations devraient s'améliorer grâce aux meilleures perspectives des entreprises, qui vont bénéficier de la réouverture nationale et d'un environnement réglementaire plus favorable pour les entreprises privées des secteurs qui avaient souffert

de son durcissement au cours des deux dernières années. Les ménages chinois ont accumulé une épargne excédentaire importante, que nous évaluons à environ 3% du PIB. Cette épargne pourrait être dépensée progressivement, sur fond d'amélioration des revenus et de stabilisation des prix de l'immobilier contribuant à réduire les besoins d'une épargne de précaution.

**La croissance de l'investissement pourrait également augmenter quelque peu, le secteur de l'immobilier présentant un frein moins puissant.**

Les premiers signes de stabilisation du marché de l'immobilier sont apparus : les prix des logements ont rebondi en février dans les grandes villes et les ventes de logements ont progressé en glissement annuel. Quant aux exportations, elles devraient constituer un léger frein dans un contexte de ralentissement de la demande extérieure.

*Une légère reflation liée à la reprise de la croissance*

**Notre scénario retient une hausse modérée de l'inflation en 2023**, tandis que l'inflation sous-jacente augmentera progressivement en raison de l'amélioration de la demande de consommation provoquée par la réouverture post-Covid. L'absence de contrainte forte sur l'offre et de stimulation de la consommation et un changement du cycle des prix du porc limiteront la progression de l'inflation. L'inflation totale atteindra 2,4% pour une inflation sous-jacente de 1,4% en 2023 contre 2% et 0,9%, respectivement, en 2022. Les prix à la production devraient augmenter de 1% en 2023, après une hausse de 4,1% en 2022.

 Variation annuelle moyenne	2022	2023
PIB	3,0%	5,2%
Inflation	2,0%	2,4%

*Risques à surveiller*

Sur le plan intérieur, il est important d'assurer une stabilisation du secteur immobilier pour maintenir la stabilité économique et financière. Sur le plan extérieur, les marchés financiers ont été volatils et restent sous le coup des problèmes du secteur bancaire, tandis que les inquiétudes géopolitiques persistent.

Xiaojia ZHI

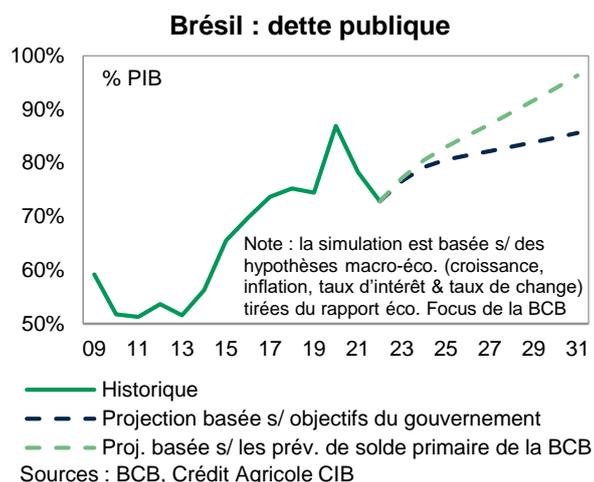
## BRÉSIL : RÉVISION DES POLITIQUES BUDGÉTAIRE ET MONÉTAIRE

La nouvelle règle budgétaire proposée au Brésil remplacerait le système de plafond des dépenses, approuvé en 2016, qui consiste à limiter la croissance des dépenses de l'administration centrale au taux de l'inflation. Dans le nouveau système, la croissance des dépenses primaires serait limitée à 70% du taux de croissance des recettes budgétaires de l'année précédente et encadrée par des taux de croissance réelle plancher (0,6%) et plafond (2,5%). La règle serait ajustée selon l'écart entre le solde budgétaire primaire effectif et des objectifs fixes, proposés à 0,0% pour 2024, 0,5% d'excédent pour 2025 et 1,0% d'excédent pour 2026. Si le solde primaire était dépassé, l'excédent pourrait être utilisé pour investir, tandis que si le solde était inférieur, avec une tolérance de 0,25% de dérapage seulement, les dépenses de l'année suivante devraient être plafonnées à 50% (et non plus 70%) de la croissance des recettes budgétaires.

*La nouvelle règle budgétaire est-elle crédible ?*

La règle, si elle était appliquée strictement, permettrait certainement de ralentir la progression du ratio dette sur PIB, à défaut de le stabiliser complètement. Toutefois, l'élément réellement important est la crédibilité des objectifs fixés initialement par le gouvernement, objectifs qui pourraient être modifiés afin d'échapper à une sanction ou d'éviter une réduction des dépenses. Les objectifs proposés sont ambitieux, pour les atteindre, le gouvernement devra soit augmenter massivement les impôts, soit réduire massivement les dépenses, mais aucune de ces deux conditions ne paraît plausible.

Le projet de loi sera probablement amendé au Congrès et pourrait connaître d'importants changements d'ici à son approbation finale. Si le projet de loi amendé et les objectifs ajustés (en réaction à l'évolution des réalités économiques) conduisent à des résultats budgétaires conformes aux attentes du marché, le ratio d'endettement commencera rapidement à atteindre de nouveaux sommets.

*Révision probable de l'objectif d'inflation*

Malgré les pressions politiques en faveur d'un assouplissement de la politique monétaire, la Banque centrale (BCB) reste *hawkish* et résolue. La dernière décision de la BCB, qui a maintenu la cible du taux Selic à 13,75%, comme attendu, a été accompagnée d'une déclaration audacieuse. Contrairement aux attentes, très répandues, d'un revirement vers des baisses de taux directeurs, la banque centrale a déclaré qu'elle « confirme que les prochaines décisions de politique monétaire peuvent être ajustées et qu'elle n'hésitera pas à reprendre le cycle des hausses de taux si le processus de désinflation ne se déroule pas comme prévu ».

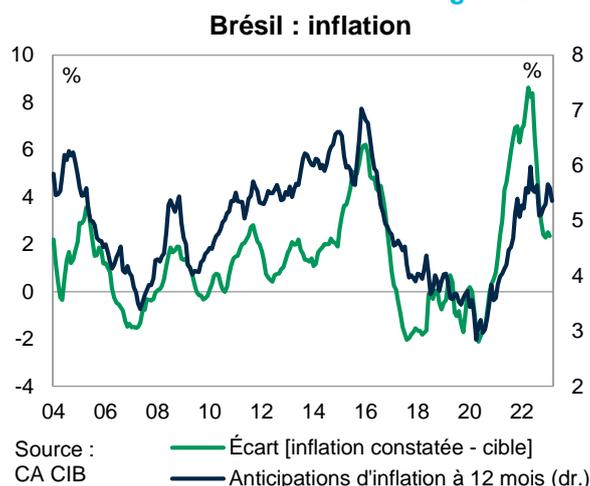
*Malgré les pressions politiques en faveur d'un assouplissement de la politique monétaire, la Banque centrale reste hawkish et résolue.*

La fermeté de la BCB a suscité de nouvelles attaques d'hommes politiques et il nous semble qu'elle augmente les chances d'une révision à la hausse de l'objectif d'inflation (actuellement à 3,25% pour 2023 et 3,00% pour 2024 et 2025) en juin par le Conseil monétaire national.

	2022	2023
Variation annuelle moyenne		
PIB	2,9%	0,8%
Inflation	9,3%	5,1%

L'inflation va probablement dépasser l'objectif fixé pour la troisième année consécutive et les anticipations d'inflation ont déjà augmenté. Une telle révision ne devrait pas avoir un impact significatif sur les marchés de taux, si la BCB reste indépendante et si Roberto Campos Neto conserve la présidence de la BCB jusqu'à la fin de son mandat (fin 2024), ce qui constitue notre scénario central.

Olga YANGOL



## RUSSIE : L'ALLÉGEANCE À LA CHINE ET LE SOUTIEN DES NEUTRES

**Aucun analyste ne peut savoir aujourd'hui si les points de rupture économiques ou politiques de ce pays sont proches**, le propre de la guerre étant de brouiller les appareils statistiques et informationnels. Pour preuve, les écarts dans les prévisions de croissance des organisations internationales qui se situent, pour 2023, entre -5,6% (OCDE) et +0,3%(FMI). Or, cela change pourtant tout aux scénarios non seulement russe mais européen. En effet, dans le premier cas, celui d'un choc économique fort en 2023, Moscou n'aura pas les moyens de mener une guerre d'attrition ; dans le second cas, celui d'une récession limitée, la question se dirigera plutôt vers les points de rupture de l'Ukraine ou de l'alliance occidentale.

*La baisse des revenus fédéraux serait de 25% en variation annuelle en janvier 2023 par rapport à l'an dernier, tandis que les dépenses augmenteraient d'un peu plus de 50%.*

Quant à la **pression sur les ménages russes par les prix**, elle est aussi une des composantes de la guerre, car elle impacte les équilibres de politique intérieure. Pour l'instant, cette pression semble limitée, avec une inflation de 11,7% en janvier dernier. Certes, la baisse de revenus réels est nette (en témoigne la contraction des ventes au détail, estimée entre 6 et 9% pour 2022) et n'a été que partiellement compensée par la hausse des prestations sociales et des revenus minimums. Mais seule, elle n'est sans doute pas suffisante pour faire bouger politiquement, en tout cas pour l'instant, une population traditionnellement résiliente face aux chocs économiques.

*Le budget de l'État devient déficitaire, la Russie est en train de se transformer en économie de guerre*

**Malgré cette incertitude, il est néanmoins évident que la Russie a fait preuve de beaucoup plus de résilience que prévu en 2022**, avec une estimation de baisse du PIB limitée à 2,2%. Certains facteurs favorables en 2022 le seront moins cette année, notamment les revenus tirés des ventes d'énergie vers l'Union européenne. Mécaniquement, les excédents

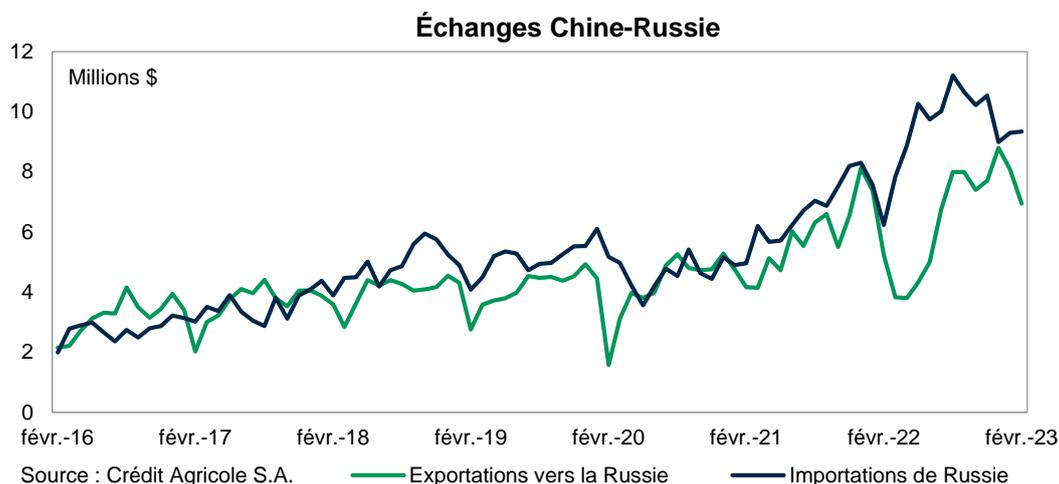
externes se contractent (mais difficile de les estimer) et, surtout, la situation budgétaire se dégrade : la baisse des revenus fédéraux serait de 25% en glissement annuel en janvier 2023, tandis que les dépenses augmenteraient d'un peu plus de 50%. Bref, le budget russe est donc en déficit et l'État puise dans ses réserves.

Mais restons prudents : **le déficit ne serait guère pour l'instant que de l'ordre de 2% du PIB**. Par ailleurs, certains des facteurs de résistance russe demeureront en 2023, en particulier l'intensification des relations commerciales avec de nombreux États qui tentent de profiter de la désorganisation géopolitique mondiale. Les importations chinoises de Russie ont ainsi augmenté de presque 50% en un an (surtout hausse des achats de pétrole, de charbon et de gaz). Quant aux exportations chinoises, qui grimpent de 32,7%, elles donnent une situation dominante à Pékin dans de nombreux pans de l'économie russe, avec, par exemple, une part de marché sur le secteur automobile qui passe de 10 à 40% en un an. La Chine fournit désormais la quasi-totalité des smartphones russes.

*La Russie est loin d'être sortie commercialement de la mondialisation*

**En Turquie, le pétrole russe est passé de 27% des achats énergétiques totaux du pays avant-guerre à 52%**. Selon des sources informelles, le prix du baril aurait chuté de 60 à 38 dollars. La Turquie est également devenue le premier acheteur de blé russe devant l'Iran et l'Égypte – à noter la récolte record de la Russie en 2022 et la hausse de 15% du total de ses **ventes de blé**, avec une **augmentation des volumes en particulier vers l'Arabie saoudite, l'Algérie, le Mexique ou le Brésil**. Plus généralement, la Turquie est désormais une plaque tournante du commerce avec Moscou, tandis que les Russes forment la première population étrangère dans le pays.

**L'Inde profite aussi du conflit pour acheter plus de fertilisants et d'énergie au rabais**, et les deux pays



veulent augmenter leur commerce bilatéral en 2023, en l'élargissant à de nouveaux domaines. N'oublions pas non plus que Moscou compte pour 50% du stock d'équipements militaires indiens et que les relations de maintenance de ce matériel imposent *de facto* une relation de long terme.

Russes sont devenus les premiers acheteurs sur ce segment. L'attribution d'une licence à une banque sous sanction n'a d'ailleurs fait qu'exaspérer un peu plus les Américains qui reprochaient déjà aux Émirats de fournir des composants utilisables sur le champ de bataille.

En fait, **la liste des pays qui permettent à la Russie de résister est donc longue, et même en Europe.** L'Autriche en fait partie, puisqu'elle garde des banques actives sur le sol russe et continue d'acheter du gaz à Moscou. En somme, même s'il est évident que l'économie russe est très fragilisée et de plus en plus isolée, il est tout aussi évident qu'elle est loin d'être sortie de la mondialisation et qu'il s'agit, peut-être, du principal échec de la coalition occidentale pour l'instant. Reste à savoir où vont se situer les points de rupture politique de ce pays, confronté au coût humain d'un conflit particulièrement meurtrier.

Tania SOLLOGOUB

	2022	2023
<b>PIB</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-3,0%</b>
<b>Inflation</b>	<b>14,7%</b>	<b>4,8%</b>

**Les Émirats sont également sur la liste des partenaires russes, avec un commerce hors pétrole qui aurait augmenté de 57% sur neuf mois en 2022.** À Dubaï, désormais quatrième ville en tête du classement mondial pour l'immobilier de luxe, les

### INDE : Y AURA-T-IL UN « MOMENT INDIEN » ?

Après un premier mandat plutôt protectionniste, fondé sur la stratégie « *Make in India* », qui visait à accroître les capacités industrielles de l'Inde mais n'a pas eu les résultats escomptés, le Premier ministre Modi souhaiterait désormais profiter de la recomposition des chaînes de valeur mondiales pour attirer de nouveaux investisseurs. La présidence indienne du G20 se veut donc comme une vitrine du pays qui joue la carte, à la fois, de la neutralité et du multi-alignement géopolitique.

*2023 : une croissance toujours dynamique*

**Après l'Arabie saoudite, l'Inde est le pays du G20 ayant enregistré la croissance la plus forte en 2022 (6,8%). Cette dynamique devrait se poursuivre en 2023, avec une croissance attendue autour de 6%.**

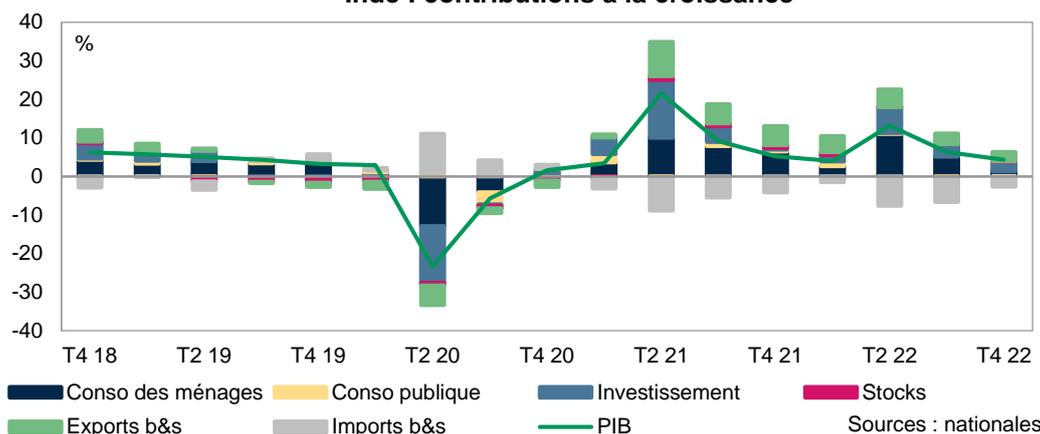
Dans un environnement extérieur toujours contraint, la croissance des derniers trimestres a principalement

été portée par l'investissement et la consommation privée. Des annonces très médiatisées, comme l'arrivée de Foxconn et le renforcement des capacités de production d'Apple, indiquent aussi qu'une nouvelle phase d'investissements pourrait avoir lieu dans ces filières de production, même si la matérialisation concrète de ces annonces dans les chiffres peut toujours prendre du temps.

*La présidence indienne du G20 se veut donc comme une vitrine du pays, qui joue la carte de la neutralité et du multi-alignement géopolitique.*

L'Inde, importatrice d'énergie, reste encore pénalisée par la hausse des prix des matières premières qui pèse sur le déficit commercial. Ce dernier dépassait en février les 280 milliards de dollars, même si la stabilisation des prix observée ces derniers mois ainsi que l'accès au pétrole russe meilleur marché aident.

Inde : contributions à la croissance



*Le pilotage délicat du policy-mix*

Le déficit courant atteignait cependant 2,5% du PIB fin 2022. **Les déséquilibres courants compliquent la politique monétaire de la RBI, qui doit composer avec le resserrement des taux américains et l'accélération de l'inflation.** La banque centrale a ainsi relevé à six reprises le taux directeur depuis son plancher de 2020 (+250 points de base, à 6,5%) et retrouvé son niveau pré-crise.

**L'inflation a ralenti mais se situe toujours légèrement au-dessus de la cible de la RBI (4-6%),** autour de 6,5%. Alors que les questions climatiques (décalage de la mousson, vagues de chaleur) avaient déjà fortement perturbé les récoltes en 2022, la saison 2023 s'annonce encore incertaine car des pluies excessives enregistrées en mars pourraient affecter la production de blé.

 Variation annuelle moyenne	2022	2023
PIB	6,7%	5,5%
Inflation	6,7%	5,5%

**Côté budgétaire, le niveau du déficit devrait rester élevé, autour de 5,9% du PIB.** L'État conserve l'objectif de revenir sous les 4,5% de PIB de déficit pour l'année fiscale 2025/2026. Une cible ambitieuse, d'autant que le gouvernement souhaite poursuivre son effort d'investissements, notamment en infrastructures. La dette représente quant à elle 85% du PIB. Si ce niveau est élevé, il peut être relativisé car la dette est essentiellement libellée en roupies et détenue par des acteurs locaux.

Sophie WIEVIORKA



# SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole & gaz – Le début d'un nouvel équilibre ?

## Pétrole & gaz – Le début d'un nouvel équilibre ?

Après une période de déséquilibre, le marché pétrolier a su s'adapter, entraînant une baisse des cours du pétrole. Le nouvel équilibre reste fragile et notre scénario table sur une légère augmentation des prix du pétrole en raison d'une croissance modérée de la demande. L'Europe a réussi à compenser la chute des livraisons de gaz russe par du GNL grâce à l'effacement des importateurs asiatiques de GNL. Les cours du gaz naturel en 2023 seront très dépendants de l'attitude de ces importateurs asiatiques et de leurs arbitrages.

### Pétrole : d'un nouvel équilibre fragile...

Un peu contre toute attente, le prix du pétrole est quasiment stable depuis fin 2022 autour de 80 dollars par baril. Le marché a su s'adapter aux contraintes auxquelles le négoce de pétrole est soumis depuis le début du conflit russo-ukrainien. Globalement, la production russe se révèle résiliente malgré l'embargo et le prix plafond imposés par le G7. Tandis que l'Europe substitue au pétrole et aux produits pétroliers importés de Russie du pétrole et des produits d'Afrique, d'Asie centrale et du Moyen-Orient, la Russie parvient à contourner les embargos et à trouver de nouvelles destinations en Asie pour son pétrole.

*Globalement, la production russe se révèle résiliente malgré l'embargo et le prix plafond imposés par le G7.*

La baisse de production par les gros producteurs (Arabie saoudite, Irak, Émirats Arabes Unis) du Moyen-Orient suite à la décision de l'OPEP+ de réduire les quotas à partir du 1<sup>er</sup> novembre, est compensée par une hausse de production d'autres membres de l'OPEP+. La demande a su aussi s'adapter aux nouvelles données du marché pétrolier. Après une forte hausse de la demande en 2021, la croissance de la demande marque le pas en 2022 sous l'effet de l'augmentation du prix des carburants. En l'absence donc d'une forte contraction de l'offre, tant redoutée l'année dernière, mais en raison d'une croissance modérée de la demande, les prix du pétrole ont retrouvé leurs niveaux d'avant la crise russo-ukrainienne.

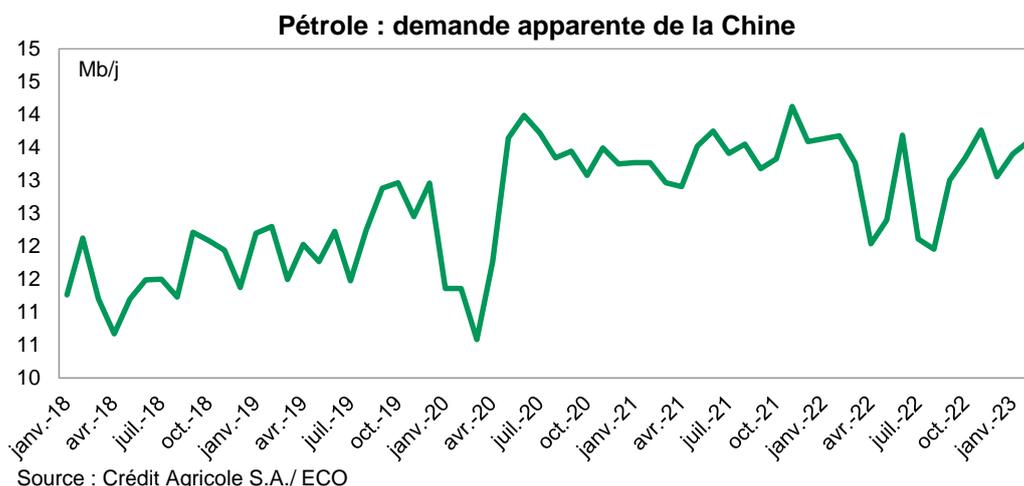
	Prix moyen du pétrole par baril
T4 2022	88,6 \$
2023	94 \$

**Le nouvel équilibre est toutefois fragile.** Si la fin de la politique zéro-Covid en Chine peut relancer sa demande en pétrole, les craintes de ralentissement dans les principaux pays avancés pourraient à l'inverse peser sur la demande pétrolière. Le marché pétrolier n'est également pas à l'abri d'une intensification de conflits armés et de contraction de l'offre.

Dans cet environnement incertain, **notre scénario se fonde sur une augmentation de la demande mondiale poussée par la consommation pétrolière chinoise.** L'augmentation de l'offre proviendra essentiellement du Moyen-Orient où est concentrée la majorité des capacités excédentaires. Notre scénario table ainsi sur une légère augmentation du prix du pétrole autour du seuil de 100 dollars par baril sur 2023.

### Gaz : ... à un nouvel équilibre instable

**Le marché du gaz naturel est également parvenu à s'adapter à une offre fortement perturbée,** permettant au cours du gaz naturel de retrouver ses niveaux d'avant la crise russo-ukrainienne. Contrairement au marché pétrolier, le marché du gaz



naturel a dû faire face à une plus forte destruction d'offre. Le recours en catastrophe au marché du GNL (Gaz Naturel Liquéfié) par l'Europe pour compenser la perte des livraisons de gaz russe, mais aussi pour satisfaire les besoins de remplissage des stocks plus importants que ceux des années précédentes a provoqué de fortes tensions sur le marché avec des prix du gaz naturel qui ont culminé cet été à des niveaux records.

*Grâce à la baisse de la consommation et aux importations de GNL qui n'ont pas diminué cet hiver, les stocks européens finiront la période hivernale à un niveau bien plus élevé que l'année dernière.*

**L'adaptation du marché du gaz naturel s'est articulée autour d'une modification du négoce du GNL et d'une baisse de la consommation de gaz naturel en Europe et dans certains pays asiatiques.**

En effet, faute de capacité excédentaire, l'Asie s'est effacée sur le marché du GNL, permettant à l'Europe de récupérer un gros volume de GNL en provenance des États-Unis, essentiellement, et initialement destiné à des clients asiatiques. Mais l'attraction de plus de 50 milliards de m<sup>3</sup> de GNL, souvent au prix d'une forte prime, n'aurait pas seule suffi à éviter des pénuries en Europe. Les consommateurs européens, industriels, administrations, ménages et artisans, ont aussi dû baisser leurs consommations. Pour compenser sa baisse d'importation de GNL (-22 milliards de m<sup>3</sup> en 2022), la Chine a augmenté sa production domestique (+14 milliards de m<sup>3</sup>) et ses importations de gaz naturel par gazoducs (+5 milliards de m<sup>3</sup>, de Russie essentiellement). La Chine a également eu davantage recours au charbon pour fournir énergie et chaleur aux industriels et ménages chinois. Le rythme de croissance de la demande chinoise en charbon a été deux fois plus élevé en 2022 (+10%) que durant les années précédentes.

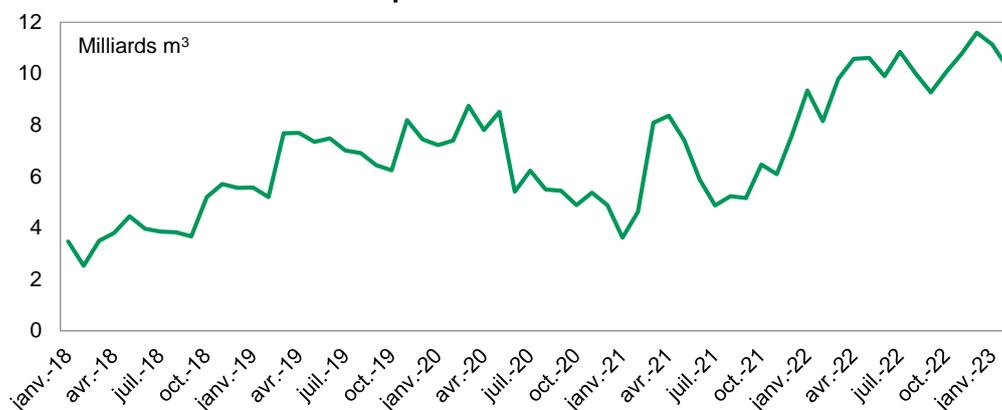
**Grâce à la baisse de la consommation et aux importations de GNL qui n'ont pas diminué cet hiver, les stocks européens finiront la période hivernale (correspondant à la période de soutirages des stocks) à un niveau bien plus élevé que l'année dernière** : 55% de leurs capacités à fin mars 2023, contre 26% l'année dernière. La différence entre les stocks de 2023 et 2022 n'aura pas besoin d'être achetée sur le marché ; par conséquent, en supposant une demande de gaz naturel qui n'augmente pas en 2023 par rapport à 2022, l'Europe ne devrait pas avoir besoin d'augmenter significativement ses importations de GNL en 2023. Cette stabilisation des besoins en GNL de l'Europe devrait soulager le marché du GNL dont les capacités de liquéfaction ne devraient pratiquement pas augmenter en 2023.

Importations de GNL de l'UE	
2022	+47,4 milliards m <sup>3</sup>

**Si les importateurs asiatiques continuent de s'effacer sur le reste de 2023, le marché du GNL ne devrait donc pas connaître une augmentation durable des prix du gaz naturel.** Cependant, les risques de volatilité avec des périodes de forte augmentation des prix restent importants en 2023, notamment si l'Asie connaît un été chaud. Inversement, si les importateurs asiatiques ne s'effacent pas, le marché du GNL connaîtra alors une forte concurrence entre l'Asie et l'Europe, avec pour conséquence une augmentation des prix du gaz naturel. L'attitude et les arbitrages des acteurs asiatiques (importateurs et fournisseurs d'énergie) seront donc cruciaux pour les cours du prix du gaz naturel en 2023 mais, certainement aussi, en 2024.

Stéphane FERDRIN

GNL : importations brutes de L'UE



Source : Crédit Agricole S.A.



# MARCHÉS

Politique monétaire – La double stabilité

Taux d'intérêt – Encore un peu de patience

Taux de change – Le dollar sous de légères pressions baissières

# Politique monétaire – La double stabilité

L'émergence de difficultés bancaires ne devrait pas détourner les banques centrales de l'objectif dont elles ne cessent de rappeler qu'il est prioritaire : la réduction de l'inflation. L'objectif de stabilité financière ne s'exercera pas aux dépens de la stabilité des prix. Celle-ci continue de plaider en faveur d'un resserrement monétaire, néanmoins proche de son terme, alors que la gestion de la liquidité requiert des instruments spécifiques.

## RÉSERVE FÉDÉRALE : STABILITÉ FINANCIÈRE « CONTRE » STABILITÉ DES PRIX ?

Après des hausses de taux agressives totalisant 475 points de base au cours des neuf dernières réunions, les problèmes qui ont éclaté dans le secteur bancaire rendent les décisions monétaires encore plus délicates. La Fed va devoir trouver un équilibre entre la nécessité d'assurer la stabilité financière et l'objectif de retour de l'inflation à 2%, qui figure dans son double mandat : cela entoure l'évolution de sa politique monétaire de fortes incertitudes.

Notre scénario continue actuellement de tabler, tout d'abord, sur une nouvelle et dernière hausse des taux de 25 points de base en mai, portant la fourchette cible à son niveau terminal de 5,00-5,25%, puis sur un *statu quo* jusqu'à la fin de l'année. Les marchés anticipent plusieurs baisses des taux directeurs dès le second semestre 2023 : un tel scénario semble peu probable, sauf en cas de nouvelles difficultés dans le secteur bancaire. La Fed ne devrait commencer à baisser ses taux qu'en 2024, au rythme de 25 points de base chaque trimestre, soit une baisse totale de 100 points de base sur l'année.

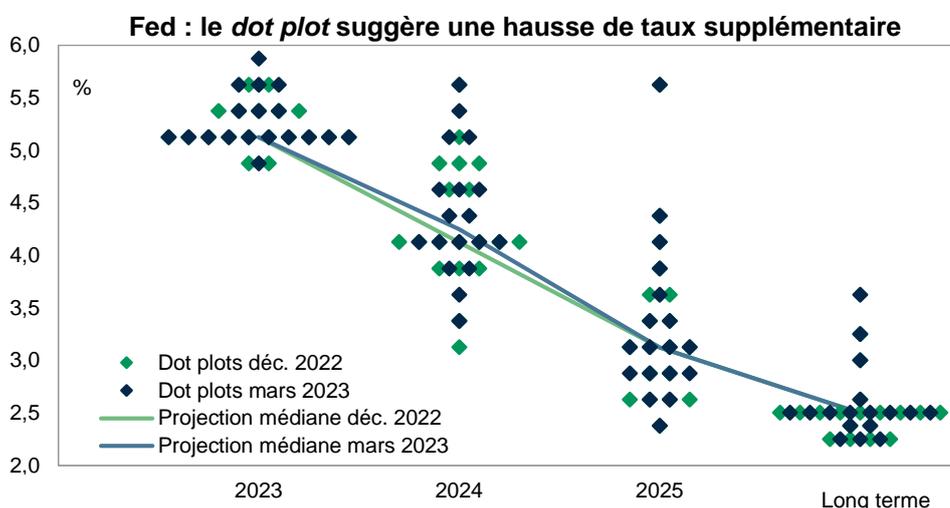
Les risques pesant sur la stabilité financière sont incontestablement importants mais la Fed a clairement indiqué qu'elle préférerait y consacrer des outils spécifiques, la politique monétaire n'ayant pas d'autre objectif que la stabilité des prix. Un exemple de ce principe de séparation des fonctions a été la création rapide par la Fed du *Bank Term*

*Funding Program* (un dispositif destiné à aider les banques fragilisées par la crise bancaire) et sa décision de modification des conditions d'accès aux prêts à très court terme (*discount window*). La Fed devrait continuer de privilégier des outils spécifiques de gestion de la liquidité pour répondre aux problèmes éventuels de stabilité financière.

**Malgré tout, les problèmes du secteur bancaire auront probablement un impact sur l'évolution des taux directeurs.**

Malgré tout, les problèmes du secteur bancaire auront probablement un impact sur l'évolution des taux directeurs, en réduisant la probabilité d'une montée vers la barre des 6%. Même si une contagion supplémentaire est évitée, la crise actuelle devrait se traduire par un durcissement des conditions de crédit, qui allégera le travail de la Fed et rendra inutile un resserrement supplémentaire des taux directeurs. Nous maintenons donc notre prévision de taux directeur terminal à 5,25%.

La réduction du bilan de la Fed (qui a atteint en septembre son rythme maximal de 60 milliards de dollars de *Treasuries* et de 35 milliards de dollars de *Mortgage-Backed Securities* par mois) va se poursuivre, comme annoncé en mai. Au cours des deux dernières semaines, les mesures d'urgence visant à traiter les risques pesant sur la stabilité financière ont entraîné un gonflement du bilan : ces



Sources : Réserve fédérale, Crédit Agricole CIB

achats ont compensé une bonne partie de la baisse observée depuis le début du resserrement quantitatif (ou QT pour *Quantitative Tightening*). Ces mesures sont censées n'être que des prêts temporaires et non un changement d'orientation de la politique monétaire.

Lors de sa dernière conférence de presse, le président de la Fed, Jerome Powell, a clairement indiqué que la Fed n'envisageait pas de modifier le QT.

Nicholas VAN NESS

## BCE : STABILITÉ DES PRIX ET STABILITÉ FINANCIÈRE

**La BCE devrait poursuivre le resserrement de sa politique monétaire malgré les tensions bancaires.** En effet, l'inflation reste très élevée et l'inflation sous-jacente montre des signes de persistance.

Dans ces conditions, **la BCE devrait remonter ses taux au cours des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs.** Nous tablons sur un taux terminal de 3,75% pour le taux de dépôt – c'est-à-dire 75 points de base (pdb) au-dessus du niveau actuel.

La vitesse de remontée dépendra des développements financiers : si notre scénario central reste, pour le moment, une hausse de 50 pdb en mai suivie de 25 pdb en juin, les développements récents pourraient encourager la BCE à être plus prudente et à effectuer un resserrement en trois étapes de 25 pdb chacune, en mai, juin et juillet.

**En parallèle, la BCE devrait poursuivre la réduction de son bilan débutée en mars, puis l'accélérer à partir de juillet.** D'une réduction de 15 milliards d'euros par mois entre mars et juin, nous estimons que la BCE devrait accélérer à 20 milliards d'euros par mois à partir de juillet, pour cesser complètement ses réinvestissements dans le programme APP à partir de janvier 2024.

Les discussions sur la réduction des détenctions dans le PEPP n'ont pas encore débuté ; cependant, nous anticipons une réduction de ce programme dès janvier

2024 bien que la BCE communique, pour le moment, sur des réinvestissements jusque fin 2024.

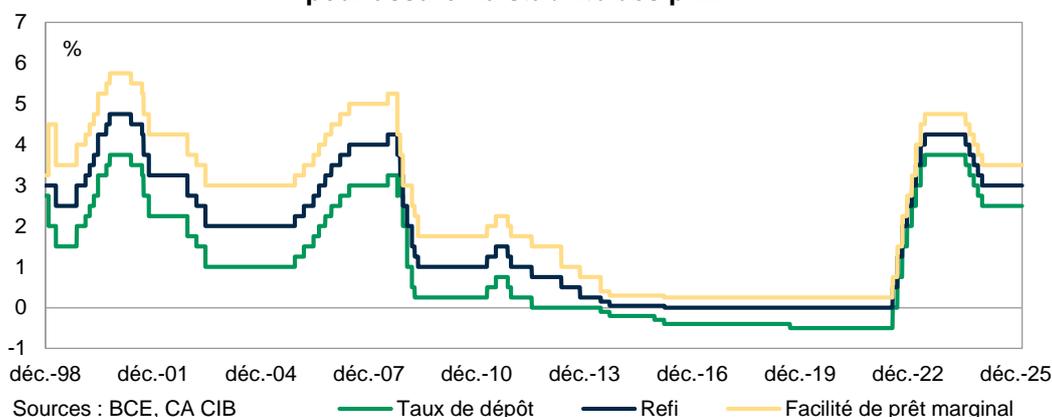
En parallèle de ses mesures de resserrement monétaires, la BCE devrait se tenir prête à mettre en place des outils de stabilité financière. À ce stade, de tels instruments ne semblent pas nécessaires. Des tensions bancaires pourraient néanmoins s'auto-alimenter et nécessiter une intervention de la banque centrale. Parmi les outils potentiels, au-delà des lignes de *swap* en dollar déjà mises en place, la BCE pourrait assouplir l'acceptation des titres en collatéral. De manière plus puissante, si nécessaire, elle pourrait utiliser les réinvestissements du PEPP pour favoriser le refinancement des entreprises, mais aussi des banques, *via* les *covered bonds*.

*En parallèle de ses mesures de resserrement monétaires, la BCE devrait se tenir prête à mettre en place des outils de stabilité financière.*

Enfin, **si les inquiétudes sur la liquidité bancaire devaient s'accroître significativement, la BCE pourrait envisager la mise en place de nouvelles opérations de refinancement à long terme** – à des conditions peu favorables cependant –, **afin d'assurer qu'aucune banque ne soit confrontée à un risque de refinancement à court terme.**

Louis HARREAU

**BCE : d'autres hausses de taux seront nécessaires pour assurer la stabilité des prix**



## BANQUE D'ANGLETERRE : PRISE EN ÉTAU

La **Bank of England (BoE)** a ralenti son rythme de resserrement monétaire depuis le début de l'année : le taux directeur a été relevé de 25 points de base (pdb) en mars à 4,25%, après 50 pdb en février. Elle ne cache pas sa réticence à monter les taux davantage. En février déjà, le guidage des anticipations a été modifié et inclut davantage de conditionnalité. Précédemment, des hausses de taux étaient considérées comme nécessaires si l'économie évoluait en ligne avec les anticipations ; la nouvelle « *forward guidance* » conditionne désormais tout resserrement monétaire supplémentaire à l'apparition de preuves de pressions inflationnistes persistantes. « *S'il devait y avoir des signes tangibles de pressions plus persistantes, alors un nouveau resserrement de la politique monétaire serait nécessaire* ». La BoE indique qu'elle cherchera ces signes dans les conditions du marché du travail, la croissance des salaires et l'inflation des services.

La BoE se montre, en outre, plus prudente sur les risques entourant la stabilité financière, risques consécutifs au resserrement rapide des taux et aux récents épisodes de stress de secteurs bancaires étrangers. Les risques sur la stabilité financière sont dans les radars de la BoE depuis plusieurs mois déjà et, surtout, depuis la débâcle des fonds de pension en septembre dernier qui ont vu les taux longs s'envoler dangereusement. Les taux hypothécaires se sont certes repliés mais restent encore à des niveaux très élevés. La BoE est donc prise en étau entre risque sur l'inflation et risque sur la stabilité financière.

Une pause dans le resserrement est, sans doute, nécessaire afin d'apprécier ces risques et c'est ce

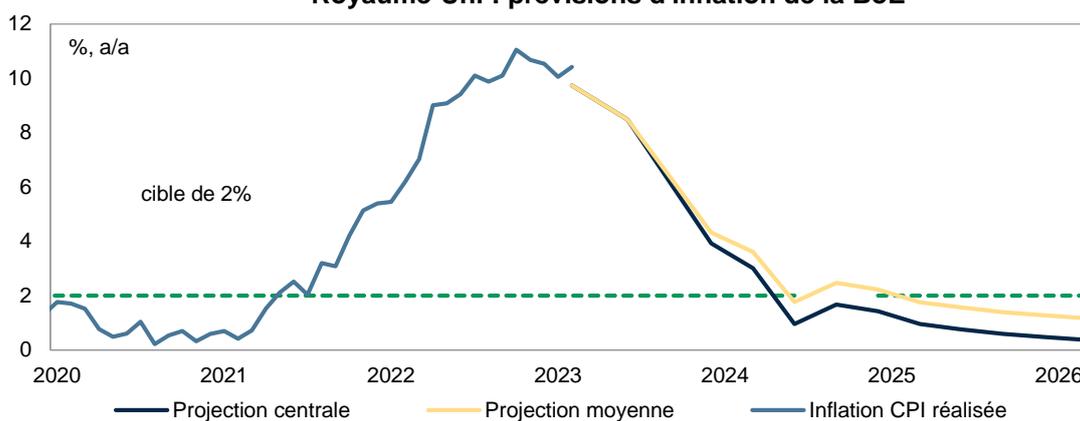
que la BoE devrait entamer. Notre scénario table, en effet, sur le maintien de taux stables à 4,25% jusqu'au deuxième trimestre 2024, puis sur des baisses de taux motivées par la faiblesse de la croissance et un taux d'inflation qui devrait alors être proche de la cible de 2%.

**La BoE est prise en étau entre risque sur l'inflation et risque sur la stabilité financière.**

Lors de la réunion du Comité de politique monétaire en mars, c'est la forte hausse surprise de l'inflation CPI en février qui a certainement fait pencher la balance des risques en faveur de plus de resserrement, sur fond d'amélioration des perspectives de la demande. Mais l'inflation devrait se replier plus fortement qu'anticipé précédemment dans les prochains mois grâce à la baisse des prix de l'énergie et à l'extension du plafond sur les tarifs du gaz et de l'électricité décidée récemment par le gouvernement jusqu'à fin juin. En mai, la BoE va mettre à jour ses prévisions et les changements devraient indiquer une croissance plus élevée que prévu en février (et par conséquent de moins de chômage) et une inflation plus faible à court terme (mais probablement légèrement plus forte à moyen terme). Cela ne s'accompagnera de hausses de taux qu'en cas de nouvelle poussée surprise de l'inflation, si la croissance des salaires venait à repartir à la hausse ou si l'inflation des services était plus élevée qu'attendu. **Pour le moment, le scénario central reste celui d'une modération de ces indicateurs.**

Slavena NAZAROVA

Royaume-Uni : prévisions d'inflation de la BoE



Sources : BoE February Monetary Policy Report, Crédit Agricole S.A.

## BANQUE DU JAPON : PAS DE CHANGEMENT EN 2023

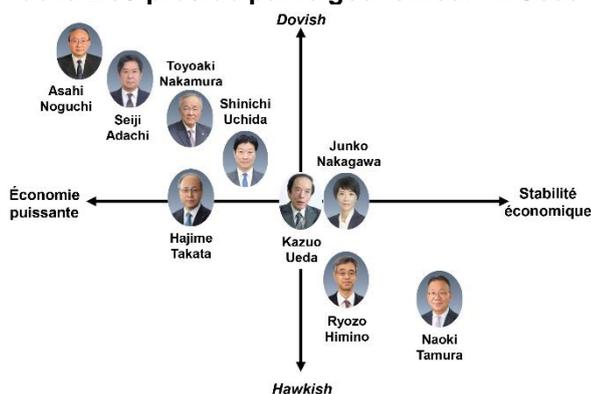
*Un statu quo attendu en 2023 sur fond de persistance des pressions déflationnistes structurelles*

Alors que la Banque du Japon (BoJ) a ajusté sa politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*) en décembre et que l'inflation sous-jacente (hors produits frais) a dépassé le seuil des 2%, les marchés ont commencé à tabler sur un ajustement de la politique accommodante actuelle.

**La BoJ devrait conserver sa politique accommodante actuelle tout au long de l'année 2023 et s'abstiendrait d'adopter la moindre mesure de resserrement monétaire.** Elle semble déterminée à agir avec un cycle de retard par rapport à ce que font les autres grandes banques centrales mondiales en termes de resserrement monétaire, afin de disposer du temps nécessaire pour sortir complètement le Japon de la déflation et de la stagnation de la croissance.

Dans son analyse de l'économie japonaise, la BoJ considère que la reprise actuelle n'en est qu'à ses débuts et qu'un resserrement augmenterait le risque d'une répétition du scénario du milieu des années 2000, lorsque la BoJ avait échoué à sortir le pays de la déflation. L'objectif des ajustements de politique monétaire annoncés en décembre et janvier était, probablement, de rendre l'ensemble des mesures actuelles (assouplissement monétaire quantitatif, assouplissement monétaire qualitatif et YCC) plus durable, afin de permettre à la BoJ de conserver sa stratégie actuelle jusqu'au prochain cycle de resserrement monétaire par les principales banques centrales mondiales.

### Répartition du nouveau conseil d'orientation de la BoJ présidé par le gouverneur K. Ueda



Sources : Nikkei, BoJ, Credit Agricole CIB

*La nouvelle direction de la BoJ maintiendra l'approche accommodante actuelle*

Kazuo Ueda, qui a obtenu l'approbation des deux chambres de la Diète, deviendra le prochain gouverneur de la Banque du Japon en avril et sera accompagné par deux gouverneurs adjoints nouvellement nommés, Shinichi Uchida et Ryozo Himino. La nouvelle direction de la BoJ devrait conserver l'approche accommodante actuelle.

Les membres **dovish** de la BoJ, qui soutiennent à la fois la stratégie accommodante de la banque centrale et l'approche budgétaire du gouvernement, **resteront majoritaires au sein du nouveau Conseil d'orientation** de la BoJ. La répartition entre membres *dovish* et *hawkish* sera, cependant, plus équilibrée qu'auparavant : le *policy mix* (dosage entre politique monétaire et politique budgétaire) pourrait être mis en œuvre de manière plus équilibrée avec la nouvelle direction.

*Alors que la pression haussière sur les taux obligataires mondiaux s'affaiblit, la BoJ semble peu susceptible d'ajuster à nouveau sa politique de contrôle de la courbe des taux*

Alors que le marché envisage un ralentissement de l'économie américaine et des baisses de taux de la Fed, il serait irréaliste pour la BoJ de resserrer sa politique monétaire. La BoJ essaiera probablement d'éviter de commettre la même erreur qu'en 2000 et en 2006, lorsqu'elle avait resserré sa politique, alors que l'économie mondiale était en train de se retourner...

*La BoJ essaiera probablement d'éviter de refaire la même erreur qu'en 2000 et en 2006.*

Notre scénario central table sur un ralentissement de l'économie américaine, sur un arrêt de la hausse des taux de la Fed vers le milieu de l'année 2023 et sur des baisses en 2024 alors que les marchés les envisagent dès 2023. Ce scénario devrait alléger les pressions haussières sur les taux obligataires mondiaux et donner à la BoJ une plus grande marge de manœuvre pour conserver sa politique actuelle de contrôle de la courbe des taux. On ne peut toutefois pas exclure un scénario alternatif dans lequel l'économie américaine resterait forte, la Fed continuerait de relever ses taux directeurs, la pression mondiale à la hausse sur les taux obligataires se renforcerait, ce qui pousserait la BoJ à ajuster sa politique de contrôle de la courbe des taux.

**La BoJ entamera probablement un processus de normalisation monétaire lors de la prochaine série de hausses des taux directeurs dans le monde, bien ultérieurement.** La politique de contrôle de la courbe des taux pourrait être ajustée en 2025, si la BoJ confirme que les pressions déflationnistes structurelles ont été entièrement éliminées.

**Le taux d'intérêt négatif ne sera pas relevé avant 2026**, une fois que la BoJ aura évalué l'effet de la suppression de sa politique de contrôle de la courbe des taux, confirmé que l'inflation a atteint la cible des 2% de manière pérenne et estimé que l'économie est suffisamment solide pour supporter une normalisation complète de la politique monétaire. Une normalisation complète (retour à un cadre normal de taux d'intérêt positifs) n'interviendra pas avant 2027.

Arata OTO – Takuji AIDA

## Taux d'intérêt – Encore un peu de patience

Anticipant un arrêt précoce des resserrements monétaires justifié par l'objectif de stabilité financière, les marchés obligataires se sont abusivement réjouis. Il faudra faire preuve d'encore un peu de patience avant de voir les taux d'intérêt s'inscrire sur une pente légèrement descendante : attendre que les taux d'inflation avoisinent les cibles des banques centrales et que les resserrements monétaires soient proches de leur terme. Il n'est plus très éloigné.

### ÉTATS-UNIS : PAS D'ASSOULISSEMENT A BREVE ÉCHÉANCE, HAUSSES DES TAUX ET COURBE INVERSÉE

Les problèmes du secteur bancaire ont placé les banques centrales mondiales dans une situation délicate où elles doivent simultanément assurer la stabilité financière et combattre une inflation élevée. La Fed préférera traiter la question des risques financiers avec des outils spécifiques de liquidité, tout en continuant à relever ses taux directeurs pour lutter contre l'inflation. Dans ce contexte, une hausse des taux de la Fed de 25 points de base lors de la réunion du 3 mai reste d'actualité, cette hausse permettant d'atteindre le fameux taux terminal qui sera de 5,00-5,25%. Nous prévoyons un rebond des taux des Treasuries, les marchés commençant à se normaliser et se préoccupant à nouveau de l'inflation, une fois que le secteur bancaire se sera stabilisé.

L'inflation va probablement persister, en particulier l'inflation sous-jacente pour les services hors hébergement. Nous avons analysé le comportement récent de l'inflation et avons notamment comparé le temps qui s'écoule entre les pics et le retour à la normale pour, à la fois, l'inflation sous-jacente des prix à la consommation (CPI)<sup>3</sup> et l'inflation sous-jacente des dépenses de consommation (PCE)<sup>4</sup>. L'indice PCE sous-jacent, qui est la mesure d'inflation privilégiée par la Fed, a eu tendance à diminuer beaucoup plus lentement que le CPI sous-jacent : cela rend peu probable tout revirement *dovish* de la Fed avant 2024. Les marchés tablent sur des baisses de taux dès le second semestre 2023 : de telles

anticipations nous semblent exagérées, compte tenu des niveaux élevés d'inflation attendus.

Les préoccupations en matière de stabilité financière conduiront probablement à un durcissement de l'accès au crédit, malgré le ralentissement probable de l'inflation au cours des prochains mois. Cela réduira la nécessité pour la Fed de rapprocher ses taux de la barre des 6%, niveau que le marché anticipait avant l'apparition, début mars, des difficultés du secteur bancaire. Si les difficultés du secteur bancaire n'étaient pas résolues rapidement, l'activité économique pâtirait probablement du durcissement de l'accès au crédit plus tard dans l'année.

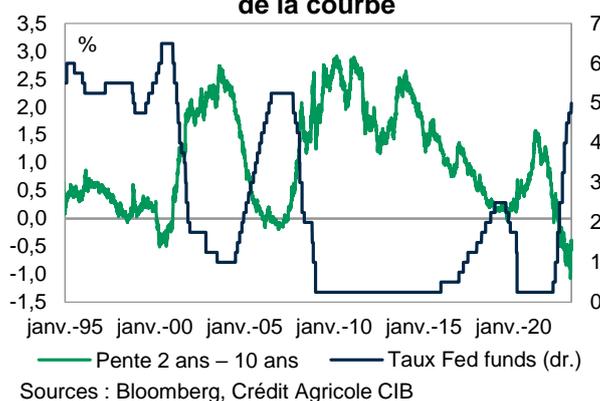
*La résistance à la baisse de l'inflation empêchera la Fed d'abaisser ses taux, tant que l'inflation ne se rapprochera pas de son objectif.*

Les tensions bancaires devraient cependant rester temporaires et la courbe des taux devrait de nouveau s'aplatir à mesure que les marchés tablent sur une poursuite des hausses de taux de la Fed. L'inversion de la pente deux ans-dix ans a atteint un pic à -108 points de base le 8 mars : l'inversion ne devrait pas se poursuivre sur ce segment et la pente deux ans-dix ans pourrait revenir vers -90 points de base. Lorsque la courbe des taux recommencera à s'aplatir, les taux des Treasuries augmenteront de nouveau :

Attentes des marchés exagérée par rapport à la baisse des taux directeurs



Le resserrement supplémentaire va provoquer un nouvel aplatissement de la courbe



<sup>3</sup> CPI : Consumer Price Index

<sup>4</sup> PCE : Personal Consumption Expenditure

notre scénario table sur 4,85% pour le deux ans et 3,95% pour le dix ans au deuxième trimestre 2023.

Assurer la stabilité des prix reste la principale cible de la Fed: la résistance à la baisse de l'inflation l'empêchera d'abaisser ses taux, tant que l'inflation ne se rapprochera pas de son objectif. Le taux directeur devrait culminer à partir de mai, puis la croissance enregistrer un trou d'air nécessitant probablement une baisse en 2024 ; les taux des Treasuries devraient, en conséquence, commencer à baisser progressivement à partir du troisième trimestre 2023. La courbe des rendements commencera alors à se repentir, sous l'effet de l'approche d'un cycle d'assouplissement monétaire.

**Nos prévisions de taux sont plus élevées que ce qu'attendent actuellement les marchés**, ces derniers anticipant un assouplissement totalisant près

de 100 points de base au second semestre 2023. Le marché est trop pessimiste à propos de la crise bancaire. Bien que les conditions financières se soient durcies, elles restent bien meilleures que celles, très dégradées, que nous avons connues lors de la grande crise financière ou de la crise du Covid.

**En 2024, l'inflation devrait se rapprocher de 2%.** Même si elle reste légèrement supérieure à l'objectif de la Fed, la banque centrale n'hésitera pas à entamer un cycle de baisse des taux pour relancer l'économie après une période prolongée de croissance inférieure à la normale. Les taux de marché continueront à baisser progressivement tout au long de l'année 2024, alors que la pente deux ans-dix ans redeviendra positive au quatrième trimestre 2024.

Alex LI

## EUROPE : L'INFLATION RESTE LE FACTEUR DOMINANT

**Les problèmes du secteur bancaire ont suscité beaucoup d'inquiétude des deux côtés de l'Atlantique : cette inquiétude nous semble exagérée.** En effet, à ce jour, aucune classe d'actifs n'a subi de lourdes pertes en raison d'une détérioration généralisée du crédit et les bilans des banques restent solides avec d'importants coussins de fonds propres et de liquidité.

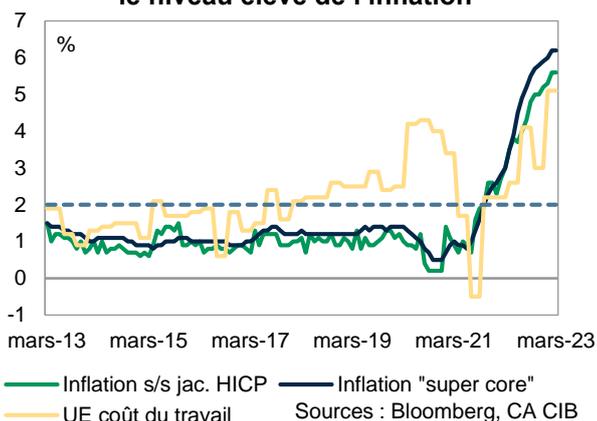
Nous avons affaire à des exemples d'entreprises mal gérées, dont la chute a été précipitée par une mauvaise gestion des risques et leur management. Dans son ensemble, le secteur des entreprises ne suscite pas des inquiétudes de même nature : celles qui vont mal sont surtout des petites entreprises et leur disparition progressive posera moins de problèmes au système financier. **Il est clair que le durcissement de la politique monétaire a pour but de créer des marges de manœuvre et d'encourager le désendettement.** Libérer des ressources rares et mal utilisées permet de s'attaquer à l'inflation. Il ne fait donc guère de doute que nous restons dans un cycle

marqué par l'inflation et par la nécessité de réduire la voilure pour certains acteurs trop endettés

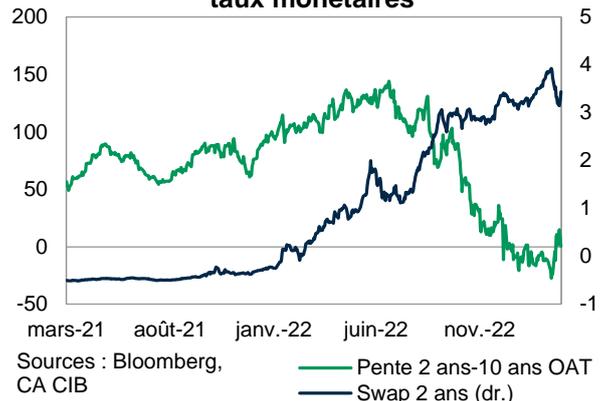
Or, alors que l'inflation « globale » baisse et devrait baisser au cours des prochains mois en raison des prix de l'énergie et des effets de base, **l'inflation sous-jacente continue d'augmenter à des niveaux clairement inquiétants.** La persistance d'une inflation élevée implique que le niveau des prix s'éloigne un peu plus des niveaux associés à la stabilité monétaire et que le marché du travail risque de réagir en exigeant des salaires plus élevés. De fait, la hausse continue des prix peut entraîner celle des salaires et les banquiers centraux doivent alors mettre en œuvre une politique fortement restrictive pour enrayer une possible « boucle ».

**Le durcissement des conditions financières n'est pas fini compte tenu nouvelles hausses de taux directeur attendues et des délais de transmission de la politique monétaire. Les marchés boursiers et du crédit ne l'ont pas encore totalement intégré.**

**Le coût du travail rattrape le niveau élevé de l'inflation**



**Inversion de la courbe des OAT en raison de la montée des taux monétaires**



**Nous tablons donc sur une hausse des taux monétaires et une reprise de l'inversion de la courbe des titres d'État européens.**

Avec la poursuite du resserrement monétaire, on s'attend à une remontée des rendements des titres d'État européens et par une poursuite du mouvement d'inversion de la courbe des taux. À cet égard, en début d'année, le segment deux ans-dix ans de la courbe des OAT s'est inversé, une situation normale dans un contexte de politique monétaire restrictive.

*L'un des faits marquants de la période de forte volatilité que nous venons de traverser a été la bonne tenue des marchés périphériques.*

L'un des faits marquants de la période de forte volatilité a été la bonne tenue des marchés périphériques. Si cette résistance peut être en partie due à la fermeture de petites positions vendeuses, elle reflète, surtout, le fait que nous ne sommes pas (ou pas encore) dans un cycle de détérioration du crédit. La principale explication reste le montant élevé des recettes (tant pour les finances publiques que pour les entreprises), lui-même lié au niveau de l'inflation.

**La poursuite du durcissement de la politique de la BCE, sous forme de hausse des taux directeurs et de resserrement quantitatif ne devrait se traduire**

**que par un écartement limité des spreads souverains.** On peut anticiper une prime de risque politique un peu plus élevée pour la France, en raison des incertitudes liées à la réforme du système de retraite. En revanche, l'Italie, qui continue de se réformer et maintient une gouvernance saine, ne suscite pas d'inquiétudes. De plus, les ménages italiens (et espagnols) détiennent de plus en plus de dette d'État, en raison de la faiblesse de la rémunération des dépôts.

Enfin, les incertitudes, notamment celles relatives à l'inflation, ont augmenté, et soutenu la volatilité implicite des marchés. Or, il faudra du temps avant que l'inflation sous-jacente ne revienne vers des niveaux acceptables. Les marchés vont finir par réaliser que les banques centrales ne peuvent pas assouplir leur politique, mais doivent continuer de relever leurs taux directeurs (avec des incréments plus faibles) : cette prise de conscience devrait atténuer une partie des incertitudes actuelles et faire baisser la volatilité implicite, actuellement très élevée. La volatilité implicite ne devrait, toutefois, pas retrouver ses niveaux précédents, particulièrement bas, même lorsque les hausses de taux directeurs s'arrêteront et que la politique monétaire se « stabilisera ».

**Bert LOURENCO**

# Taux de change – Le dollar sous de légères pressions baissières

Aux États-Unis, le pic bientôt atteint des taux directeurs, la récession légère mais peu discutable et le risque de nouveaux blocages liés au plafond de la dette devraient concourir à limiter l'attrait du dollar, déjà un peu terni. Une désaffection qui profiterait principalement aux autres devises refuge telles le yen, le franc suisse, l'euro.

## PAYS DÉVELOPPÉS : APRÈS UN PREMIER TRIMESTRE VOLATIL, À QUOI RESSEMBLERA LE RESTE DE L'ANNÉE 2023 ?

**Le dollar devrait être assez volatil mais, finalement, rester sous pression jusqu'à la fin de l'année 2023.**

Il devrait connaître une sous-performance plus prononcée par rapport aux devises ou valeurs refuge (comme le yen, le franc suisse, l'euro et l'or) et mieux résister face aux devises corrélées au risque, sur fond d'incertitudes accrues concernant le pic du cycle de hausse des taux de la Fed, l'éventualité d'une récession aux États-Unis et les nouvelles difficultés liées au plafond de la dette.

**Le cycle de hausses des taux de la Fed a été le principal facteur d'évolution du marché des changes au cours du premier trimestre 2023 :** les investisseurs ont essayé de situer le pic des taux de la Fed sur fond de signaux contradictoires, avec de bonnes données économiques américaines mais, plus récemment, des turbulences dans le secteur bancaire. À la fin du premier trimestre, les marchés des taux américains sont revenus à leur vision du début de l'année, dans laquelle la Fed arrêterait ses hausses de taux vers 4,90% mi-2023, puis procéderait à des baisses de taux agressives au second semestre. Par conséquent, le dollar a connu une évolution en dents de scie et atteint, de nouveau, à la fin du premier trimestre, un point bas inconnu depuis le printemps 2022.

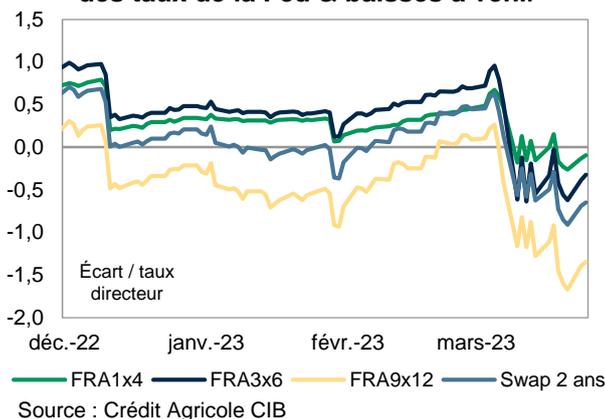
**La sous-performance du dollar a été aggravée par l'amélioration des perspectives en Europe et en**

**Asie**, amélioration qui a renforcé la crédibilité des trajectoires de resserrement monétaire des banques centrales comme la BCE, tout en alimentant les spéculations selon lesquelles la BoJ pourrait normaliser sa politique monétaire dans un proche avenir. Début 2023, le dollar se négociait également avec une décote significative par rapport à ce qu'il aurait dû valoir au regard de son avantage-taux vis-à-vis du reste du G10. Cet écart a maintenant fortement baissé, ce qui suggère que les facteurs négatifs liés aux attentes sur la Fed sont désormais intégrés dans les cours.

*Le dollar pourrait regagner un peu de terrain au deuxième trimestre.*

**Les perspectives de la Fed resteront un facteur-clé pour le dollar au deuxième trimestre 2023.** Notre scénario table sur une dernière hausse des taux en mai, avant une pause. Historiquement, le dollar a eu tendance à s'apprécier d'environ 2% en moyenne au cours des trois mois précédant la dernière hausse des taux de la Fed, avant de perdre un peu de terrain pendant la pause et ce principalement par rapport au yen, au franc suisse et à l'euro. Cela suggère que le dollar pourrait, effectivement, regagner un peu de terrain au deuxième trimestre mais que tout mouvement de hausse pourrait être une opportunité de vente du dollar contre d'autres devises-refuge.

**Marchés : arrêt du cycle de hausse des taux de la Fed & baisses à venir**



**Le dollar ne présente plus de décote par rapport à ce que suggère son avantage-taux**



**Au-delà du deuxième trimestre 2023, deux autres facteurs habituels sur le marché des changes commenceront à exercer une influence prépondérante.** Le premier est la récession que nous attendons au second semestre aux États-Unis. Une analyse des six récessions américaines intervenues depuis 1980 suggère que le dollar s'apprécie en début de récession, en particulier par rapport aux devises liées au risque, puis finit par se déprécier au cours des six mois qui suivent, en particulier face au yen, au franc suisse et à l'euro.

**Un autre facteur important pour le dollar au troisième trimestre sera l'approche du moment où la dette des États-Unis atteindra sa limite autorisée** (le « plafond de la dette »). Le CBO (*Congressional Budget Office*) a récemment indiqué que la fameuse « date x », à laquelle le gouvernement américain ne disposera plus des fonds nécessaires pour faire face à ses obligations financières devrait se situer en juillet ou en août. Une analyse historique suggère que les incertitudes politiques qui précèdent habituellement les résolutions de ce type de crise ont pesé à la fois sur le dollar et sur les devises corrélées au risque.

**Historiquement, la sous-performance du dollar a été plus prononcée lorsque la résolution du problème de plafond de la dette a été précédée d'un *shutdown***<sup>5</sup>. En revanche, le dollar s'est largement redressé lorsqu'une crise du plafond de la dette est survenue pendant une récession, comme cela a été le cas en 2008 et 2009. Notre analyse suggère par ailleurs que le dollar a fait mieux que récupérer ses pertes une fois le problème du plafond de la dette résolu. Le yen et l'or ont généralement tenu bon face au dollar.

Les éléments ci-dessus confortent notre scénario selon lequel **le dollar devrait connaître une trajectoire volatile, mais rester finalement sous pression jusqu'à la fin de l'année 2023.** Il devrait connaître une sous-performance plus prononcée par rapport aux devises ou valeurs refuge (comme le yen, le franc suisse, l'euro et l'or) et mieux résister face aux devises corrélées au risque, sur fond d'incertitudes accrues concernant le pic du cycle de hausse des taux de la *Fed*, l'éventualité d'une récession aux États-Unis et les nouvelles difficultés liées au plafond de la dette.

Valentin MARINOV

## PAYS ÉMERGENTS : DANS L'ATTENTE D'UN RETOUR AU CALME

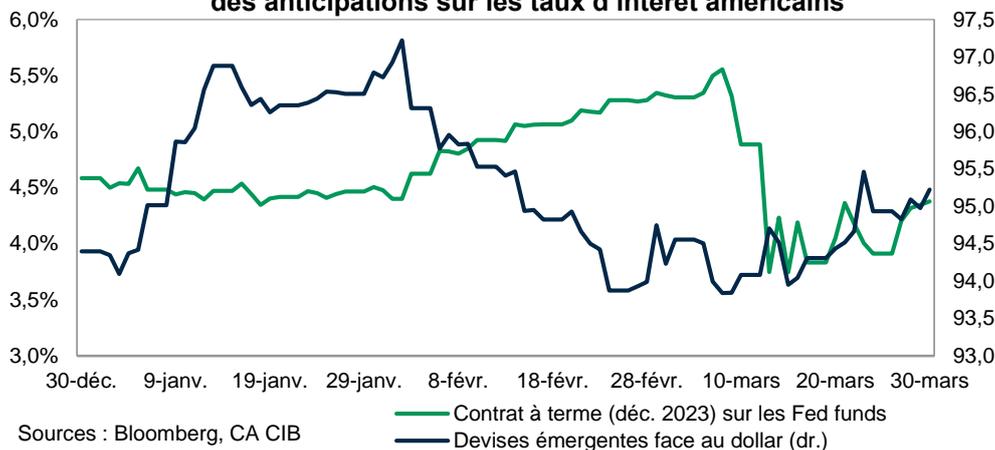
### Bonne résistance face aux problèmes bancaires

**Les devises émergentes ont bien résisté aux récentes turbulences bancaires.** Dans un premier temps, les devises d'Amérique latine ont, en moyenne, été plus touchées que les autres, probablement en raison de leur intégration au système financier américain. Toutefois, dans l'ensemble, les devises émergentes se sont à peine affaiblies par rapport au dollar. Cela s'explique en grande partie par la forte baisse des taux de marché américains intervenue pendant la forte montée de l'aversion au risque, qui a fourni un répit aux marchés émergents.

### Dans l'attente de la fin des hausses de taux de la Fed

**Lorsque les craintes concernant les banques se seront calmées, les taux de marché américains pourraient donc se redresser et placer les devises émergentes sur la défensive.** Les incertitudes relatives au rythme de la désinflation mondiale et américaine (l'inflation pourrait se révéler plus résistante) et à la dose de fermeté monétaire dont la *Fed* devra faire preuve pour maîtriser l'inflation pourraient être pénalisantes à court terme pour les devises émergentes. Celles-ci pourraient ainsi avoir du mal à s'apprécier de manière pérenne au deuxième trimestre.

**Devises émergentes : bonne résistance sur fond de baisse des anticipations sur les taux d'intérêt américains**



<sup>5</sup> Fermeture partielle des administrations américaines

Si le pic des taux américains est atteint dans le courant du deuxième trimestre, la deuxième moitié de l'année pourrait être plus favorable. Compte tenu des incertitudes qui pèsent encore sur la sphère émergente, **une très forte appréciation des devises émergentes face au dollar est peu probable**. Mais le contexte devrait être suffisamment favorable pour inciter les investisseurs à se positionner sur certaines devises et certains thèmes spécifiques.

### *Portage et croissance*

Le portage devrait être l'un de ces thèmes. **Certaines banques centrales émergentes ont fortement relevé leurs taux d'intérêt et offrent donc un portage élevé**. C'est le cas en Amérique latine et dans la région EMEA mais pas vraiment en Asie, où la politique monétaire a été beaucoup plus limitée.

***Le contexte devrait être suffisamment favorable au second semestre pour inciter les investisseurs à se positionner sur certaines devises et certains thèmes spécifiques.***

Lorsque l'on y verra plus clair sur le resserrement monétaire américain, certaines devises émergentes pourront être considérées comme présentant un portage intéressant, c'est notamment le cas du forint hongrois, du peso chilien, voire du rand sud-africain.

**La résilience de la croissance devrait être un autre thème sur lequel l'Asie se distingue**. De nombreuses économies asiatiques affichent en effet des bilans plus solides que leurs homologues d'autres régions (en termes, notamment, de profil souverain et de balance des paiements) et leurs taux d'intérêt, plus bas, permettent une meilleure résilience de la croissance économique. Les flux d'actions pourraient suivre la stabilisation des taux américains et donc soutenir les taux de change. Enfin, la réouverture *post-Covid* de la Chine devrait inciter les touristes chinois à se rendre dans d'autres pays asiatiques, en Asie du Sud-est notamment, ce qui devrait profiter aux balances courantes des pays concernés.

### *Yuan : légère appréciation en vue*

**Nous prévoyons une légère appréciation du yuan**. L'écart de taux d'intérêt avec le dollar reste défavorable, mais la fin du cycle de resserrement monétaire américain devrait, au moins, mettre un terme à l'élargissement du différentiel de taux entre les deux devises, tandis que la réouverture de la Chine et l'accélération de sa croissance économique devraient stimuler les achats d'actions de la part d'investisseurs étrangers. Nous tablons donc sur une appréciation du yuan face au dollar à 6,60 fin 2023.

**Sébastien BARBÉ**



# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Etats-Unis</b>	2,1	1,3	0,6	8,0	3,9	2,5	-3,7	-3,3	-3,2
<b>Japon</b>	1,6	1,8	2,0	2,3	1,8	1,8	0,8	1,5	1,8
<b>Zone euro</b>	3,5	0,6	1,2	8,4	5,9	3,1	0,8	2,1	2,1
Allemagne	1,9	-0,1	1,0	8,7	6,2	3,0	2,9	3,2	3,3
France	2,6	0,6	1,1	5,9	5,9	3,2	-2,1	-1,1	-0,9
Italie	3,8	0,6	1,0	8,7	7,4	3,3	-0,3	2,2	2,1
Espagne	5,5	1,2	1,0	8,3	3,6	2,6	0,7	1,0	1,2
Pays-Bas	4,5	0,9	1,2	11,6	4,6	4,6	4,7	5,3	5,4
Belgique	3,1	0,7	1,5	10,3	3,6	3,1	-3,3	-1,4	-1,3
<b>Autres pays développés</b>									
Royaume-Uni	4,1	0,6	1,4	9,1	6,7	1,8	-4,6	-2,0	-0,6
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	-1,1	0,5	8,4	8,5	3,5	4,3	3,6	3,0
Norvège	3,2	1,9	0,6	5,8	4,8	3,3	30,5	28,6	27,5
<b>Asie</b>	4,2	4,9	4,8	3,7	3,3	2,7	1,3	1,0	1,0
Chine	3,0	5,2	4,8	2,0	2,4	2,2	2,3	1,6	1,2
Inde	6,7	5,5	6,0	6,7	5,5	4,0	-3,0	-2,8	-2,5
Corée du Sud	2,6	1,8	2,5	5,1	3,4	2,0	1,8	2,3	3,0
Indonésie	5,3	5,0	4,5	4,2	3,5	3,0	1,0	-1,2	-0,5
Taiwan	2,4	2,4	2,4	2,9	1,9	1,6	13,3	11,8	10,8
Thaïlande	2,6	4,0	3,6	6,1	3,0	1,8	-3,4	2,8	4,5
Malaisie	8,8	5,0	4,5	3,6	3,0	2,5	2,6	3,0	2,8
Singapour	3,6	2,2	2,6	6,1	4,0	2,8	19,3	17,6	16,2
Hong Kong	-3,5	3,6	3,7	1,9	2,4	2,2	10,7	7,1	5,8
Philippines	7,6	5,4	5,9	5,8	4,5	3,5	-4,4	-4,0	-2,0
Vietnam	8,0	6,7	6,7	3,2	4,0	3,0	0,2	1,6	2,0
<b>Amérique latine</b>	3,0	1,0	1,5	8,9	5,9	4,2	-2,9	-2,0	-1,7
Brésil	2,9	0,8	1,5	9,3	5,1	4,0	-2,9	-2,4	-2,0
Mexique	3,1	1,5	1,5	7,9	6,5	4,5	-1,8	-1,2	-1,0
<b>Europe émergente</b>	0,7	-0,2	1,8	30,2	16,1	11,1	1,6	0,6	0,0
Russie	-4,0	-3,0	1,0	14,7	4,8	4,0	10,0	6,0	4,0
Turquie	4,9	3,0	2,0	73,0	40,0	30,0	-5,0	-3,5	-3,0
Pologne	4,5	1,2	3,1	14,3	11,8	4,9	-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
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	5,0	3,0	3,1	13,2	12,4	8,9	7,8	4,8	3,5
Arabie saoudite	8,9	3,2	2,8	2,5	2,2	2,1	14,9	9,5	7,9
Emirats Arabes Unis	7,0	3,8	3,7	4,6	3,2	2,5	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	13,8	22,0	10,8	-3,9	-3,2	-3,2
Algérie	3,5	2,9	2,3	9,7	6,5	5,5	6,3	3,2	0,5
Qatar	4,4	2,7	2,5	5,0	3,2	2,2	22,0	13,1	10,1
Koweït	7,8	2,5	2,3	4,0	2,9	2,3	36,0	29,0	21,0
Maroc	1,3	3,2	3,2	6,6	3,9	2,0	-4,6	-3,8	-3,2
Tunisie	2,5	2,0	2,9	8,3	9,1	5,5	-9,2	-6,9	-6,0
<b>Total</b>	3,3	2,5	2,7	8,2	5,5	3,7	0,4	0,4	0,4
<b>Pays industrialisés</b>	2,7	1,0	1,1	7,4	4,6	2,6	-1,1	-0,3	-0,2
<b>Pays émergents</b>	3,7	3,6	3,9	8,9	6,3	4,7	1,6	1,0	0,8

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

Prix à la consommation, a/a %	2022				2023				2024			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	8,0	8,6	8,3	7,1	5,8	3,8	3,1	2,9	2,6	2,5	2,4	2,4
Japon	0,6	2,1	2,7	3,8	3,4	2,7	2,1	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6
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	10,7	10,1	7,5	5,7	3,7	2,8	1,8	1,4	1,1

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

## UN RALENTISSEMENT « BAROQUE » | PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

	PIB (b)	Consom- mation privée (b)	Consom- mation publique (b)	FBCF (b)	Exportations (b)	Importations (b)	Exportations nettes (a)	Variations de stock (a)
<b>Zone euro</b>								
2022	3,5	4,3	1,1	3,8	7,2	8,0	-0,1	0,8
2023	0,6	0,3	0,9	-0,3	3,0	2,7	0,3	0,8
2024	1,2	1,2	0,7	1,3	2,9	2,8	0,1	0,8
T1 2023	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,7	0,6	0,1	0,8
T2 2023	0,2	0,2	0,2	0,1	0,6	0,7	0,0	0,8
T3 2023	0,3	0,3	0,2	0,1	0,7	0,7	0,0	0,9
T4 2023	0,3	0,4	0,2	0,2	0,7	0,7	0,0	0,8
<b>Allemagne</b>								
2022	1,9	4,4	1,2	0,6	3,0	6,1	-1,2	0,5
2023	-0,1	-0,1	0,7	-2,4	1,2	1,7	-0,2	0,5
2024	1,0	1,1	1,2	0,7	1,5	1,6	0,0	0,0
T1 2023	-0,3	-0,3	0,3	-0,8	0,3	0,4	-0,1	0,0
T2 2023	0,1	0,3	0,3	-0,2	0,3	0,4	-0,1	0,0
T3 2023	0,2	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	0,0	0,0
T4 2023	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,0	0,0
<b>France</b>								
2022	2,6	2,8	2,7	2,3	7,1	9,1	-0,7	0,7
2023	0,6	0,2	0,9	1,5	2,7	3,4	-0,3	0,3
2024	1,1	1,3	0,4	1,0	2,2	1,6	0,1	-0,1
T1 2023	0,1	0,2	0,2	0,0	0,6	0,5	0,0	-0,1
T2 2023	0,2	0,3	0,1	0,0	0,7	0,5	0,0	-0,1
T3 2023	0,2	0,3	0,0	0,2	0,5	0,6	0,0	0,0
T4 2023	0,3	0,4	0,1	0,3	0,8	0,6	0,0	-0,1
<b>Italie</b>								
2022	3,8	4,6	0,0	9,7	10,2	12,5	-0,5	-0,4
2023	0,6	0,5	0,1	2,4	3,1	1,2	0,7	-0,9
2024	1,0	1,2	0,0	0,6	1,9	2,0	0,0	0,1
T1 2023	-0,1	-0,3	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	-0,1
T2 2023	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,7	-0,1	0,1
T3 2023	0,3	0,4	0,0	-0,4	0,3	0,3	0,0	0,1
T4 2023	0,2	0,4	0,0	-0,4	0,3	0,4	0,0	0,1
<b>Espagne</b>								
2022	5,5	4,4	-0,7	4,6	14,4	7,9	2,3	-0,2
2023	1,1	0,6	2,7	-1,2	1,4	0,9	0,2	0,3
2024	1,0	1,4	0,9	3,2	1,7	3,7	-0,6	0,0
T1 2023	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,8	-0,2	0,0
T2 2023	0,3	0,2	0,4	0,6	0,4	0,5	0,0	0,0
T3 2023	0,2	0,3	0,3	0,5	0,7	1,0	-0,1	0,0
T4 2023	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,9	-0,1	0,0
<b>Portugal</b>								
2022	6,7	5,7	2,4	2,7	16,7	11,0	2,1	-0,1
2023	1,2	-0,4	1,8	4,3	4,0	2,5	0,7	-0,2
2024	1,6	0,8	1,0	4,1	3,5	3,1	0,2	0,0
T1 2023	-0,1	-0,5	0,5	1,2	0,7	0,4	0,1	0,0
T2 2023	0,6	-0,4	0,4	1,7	1,5	0,6	0,4	0,0
T3 2023	0,6	0,1	0,6	1,5	1,0	0,7	0,1	0,0
T4 2023	0,5	0,1	0,5	1,0	1,1	0,8	0,1	0,0
<b>Pays-Bas</b>								
2022	4,5	6,6	0,3	3,1	5,3	4,4	1,3	-0,3
2023	0,9	0,5	0,5	0,4	5,5	5,2	0,9	-0,4
2024	1,2	0,9	0,8	0,1	3,8	3,6	0,6	0,0
T1 2023	-0,4	-1,1	0,1	-0,2	0,9	0,9	0,1	0,0
T2 2023	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,9	0,9	0,1	0,0
T3 2023	0,2	0,3	0,2	-0,2	0,9	0,9	0,1	0,0
T4 2023	0,2	0,3	0,2	-0,2	0,9	0,9	0,1	0,0
<b>Royaume-Uni</b>								
2022	4,1	5,3	1,8	8,6	9,9	13,3	-1,2	0,3
2023	0,6	0,7	1,6	-1,1	6,1	-1,1	2,2	-0,4
2024	1,4	1,4	1,3	1,3	2,7	2,5	0,1	0,0
T1 2023	0,2	0,2	0,5	-0,5	0,5	0,2	0,1	0,0
T2 2023	0,3	0,3	0,5	-0,5	0,5	0,2	0,1	0,0
T3 2023	0,1	0,3	0,5	-0,5	0,0	0,2	-0,1	0,0
T4 2023	0,1	0,2	0,5	-0,5	0,0	0,2	-0,1	0,0

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

(b) t/t, %

## TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		04-avr	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
États-Unis	Fed funds	5,00	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25
	Sofr	4,84	5,05	5,05	5,05	4,80	4,55	4,30	4,05
Japon	Call rate	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
	Tonar	-0,01	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Zone euro	Dépôt	3,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25
	€str	2,90	3,75	3,77	3,80	3,82	3,85	3,60	3,35
	Euribor 3m	3,05	3,75	3,75	3,75	3,75	3,63	3,38	3,15
Royaume-Uni	Taux de base	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	3,75	3,50
	Sonia	4,31	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95
Suède	Repo	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Norvège	Deposit	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Canada	Overnight	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,00	3,50

Taux 10 ans		04-avr	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
États-Unis		3,37	3,95	3,90	3,80	3,75	3,70	3,65	3,60
Japon		0,44	0,43	0,50	0,48	0,45	0,45	0,42	0,40
Zone euro (Allemagne)		2,28	2,70	2,60	2,60	2,40	2,35	2,45	2,40
Spread 10 ans / Bund									
France		0,51	0,65	0,60	0,65	0,60	0,55	0,55	0,55
Italie		1,86	2,35	2,20	2,30	2,10	2,05	2,05	2,00
Espagne		1,02	1,15	1,10	1,15	1,05	1,00	1,00	1,00

Asie		4-Apr	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
Hong Kong	Taux de base	5,25	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50
Inde	Taux repo	0,00	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50
Indonésie	Bl rate	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,00
Corée	Taux de base	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,25	2,75
Malaisie	OPR	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,50	2,50
Philippines	Taux repo	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	5,50	5,25
Singapour	6M SOR	4,19	4,30	4,30	4,30	4,25	4,25	3,45	3,00
Taiwan	Redis	1,88	1,88	1,88	1,88	1,75	1,75	1,63	1,50
Thaïlande	Repo	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,75	1,50
Vietnam	Refinancing rate	5,50	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Amérique Latine									
Brésil	Overnight/Selic	13,75	13,75	13,75	12,75	11,75	10,75	10,50	10,50
Mexique	Taux overnight	11,25	11,25	11,25	10,75	10,25	9,75	9,25	8,75
Europe Emergente									
Rép. tchèque	Repo 14 j.	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	11,50	9,50	8,00	7,00	6,00
Pologne	Repo 7 j.	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75
Roumanie	Repo 2 sem.	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	6,50	6,25	5,75
Russie	1W auction rate	0,00	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
Turquie	Repo 1 sem.	8,50	7,50	7,50	9,00	11,00	13,00	15,00	15,00

## TAUX DE CHANGE

## Taux de change USD

Pays industrialisés		4-avr.	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	Dec-24
Euro	EUR/USD	1,10	1,07	1,09	1,10	1,11	1,09	1,07	1,05
Japon	USD/JPY	132	128	125	122	120	122	124	125
Royaume-Uni	GBP/USD	1,25	1,23	1,27	1,29	1,31	1,28	1,27	1,25
Suisse	USD/CHF	0,91	0,90	0,89	0,89	0,88	0,89	0,90	0,90
Canada	USD/CAD	1,35	1,33	1,30	1,27	1,26	1,25	1,24	1,25
Australie	AUD/USD	0,67	0,68	0,70	0,72	0,74	0,76	0,76	0,76
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,63	0,63	0,64	0,65	0,68	0,71	0,72	0,72

## Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		4-avr.	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	Dec-24
Japon	EUR/JPY	145	137	136	134	133	133	133	131
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,88	0,87	0,86	0,85	0,85	0,85	0,84	0,84
Suisse	EUR/CHF	0,99	0,96	0,97	0,98	0,98	0,97	0,96	0,95
Suède	EUR/SEK	11,26	10,90	10,70	10,50	10,40	10,30	10,20	10,20
Norvège	EUR/NOK	11,28	11,00	10,50	10,20	10,10	10,00	9,90	9,80

Asie		4-avr.	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	Dec-24
Chine	USD/CNY	6,88	6,65	6,65	6,60	6,55	6,60	6,52	6,50
Hong Kong	USD/HKD	7,85	7,82	7,82	7,81	7,80	7,80	7,78	7,76
Inde	USD/INR	82,10	79,00	79,00	80,00	79,00	78,00	78,00	78,00
Indonésie	USD/IDR	14 895	15 300	15 200	15 100	15 100	15 100	15 000	15 000
Malaisie	USD/MYR	4,40	4,32	4,25	4,20	4,18	4,18	4,16	4,15
Philippines	USD/PHP	54,4	55,0	54,8	54,0	53,8	53,2	53,0	52,5
Singapour	USD/SGD	1,33	1,32	1,31	1,30	1,30	1,29	1,29	1,29
Corée du Sud	USD/KRW	1313	1240	1230	1200	1200	1210	1200	1190
Taiwan	USD/TWD	30,5	30,5	30,4	30,1	30,0	30,1	30,0	29,9
Thaïlande	USD/THB	34,1	33,2	32,8	32,0	32,5	32,5	32,6	31,8
Vietnam	USD/VND	23 460	23 400	23 300	23 000	22 900	22 900	22 800	22 700

## Amérique latine

Brésil	USD/BRL	5,08	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Mexique	USD/MXN	18,12	20,25	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00

## Afrique

Afrique du Sud	USD/ZAR	17,94	17,50	16,50	16,50	16,30	16,30	16,50	17,00
----------------	---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

## Europe émergente

Pologne	USD/PLN	4,27	4,42	4,31	4,23	4,19	4,24	4,27	4,29
Russie	USD/RUB	79,49	66,00	68,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00
Turquie	USD/TRY	19,23	19,30	19,90	20,50	20,80	21,10	21,50	21,80

## Europe centrale

Rép. tchèque	EUR/CZK	23,47	24,40	24,40	24,40	24,60	24,70	24,80	24,90
Hongrie	EUR/HUF	378	408	400	390	385	380	375	370
Pologne	EUR/PLN	4,68	4,73	4,70	4,65	4,65	4,62	4,57	4,50
Roumanie	EUR/RON	4,93	4,94	4,92	4,90	4,88	4,88	4,88	4,88

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		4-avr	2023			2024			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	84	100	95	100	98	110	100	105

Prix moy. du trim.		4-avr	2023			2024			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	2 019	1 900	1 950	2 000	2 000	1 950	1 900	1 850

## COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Etats-Unis</b>	-4,3	-4,1	-4,1	97,8	98,0	99,5
<b>Japon</b>	-7,0	-3,5	-4,0	244,4	244,2	240,9
<b>Zone euro</b>	-3,9	-3,5	-2,9	93,7	93,2	92,9
Allemagne	-3,3	-3,1	-2,2	67,0	67,5	67,0
France	-4,7	-5,3	-5,0	111,7	112,0	112,5
Italie	-8,0	-5,0	-3,7	144,6	144,1	143,9
Espagne	-4,1	-4,2	-3,9	111,2	107,5	107,4
Pays-Bas	-0,8	-2,3	-2,3	49,9	50,0	50,1
Belgique	-4,3	-3,6	-5,6	105,2	108,1	109,9
Grèce	-4,2	-1,5	-1,0	171,7	164,4	162,0
Irlande	1,6	2,9	2,9	35,7	31,0	28,3
Portugal	-1,3	-1,1	-1,0	114,6	110,0	109,0
<b>Royaume-Uni</b>	-5,4	-4,5	-3,0	100,7	101,1	101,0

Achevé de rédiger le 6 avril 2023

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

**Comité de rédaction**

**Pays développés**

Ticiano BRUNELLO – Espagne  
Pierre BENADJAOUD, Olivier ELUÈRE – France  
Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro  
Slavena NAZAROVA – Royaume-Uni  
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

**Pays émergents**

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

**Marchés financiers**

Nicholas VAN NESS – 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, JORGE MAMANI SORIA

**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](#)