MONDE

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2023-2024

Trimestriel – Octobre 2023

ECO
ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

Un équilibre délicat

Marché du travail tendu, « sur-épargne » entamée mais encore abondante, rattrapage de la consommation de services, sorte de queue de comète de la reprise *post*-Covid : tels sont les principaux facteurs qui ont soutenu l'expansion au-delà des attentes. Couplés aux bilans globalement sains des agents privés, ils ont permis à la croissance de bien mieux résister que ce que faisaient craindre la forte accélération de l'inflation et le resserrement violent des conditions monétaires. Au moment où ce dernier va imprimer plus douloureusement sa marque, où les soutiens largement hérités de la reprise *post*-pandémie s'effritent, c'est la poursuite de la désinflation qui permet de tabler sur un essoufflement, non un effondrement, de la croissance. Et cette hypothèse n'est pas exempte de risques, comme en témoigne le rebond des prix du pétrole depuis l'été : ce rebond motivé par la réduction de production initiée par l'Arabie saoudite signale qu'en l'absence d'offre concurrente, l'OPEP+ reste maître des cours du pétrole.

C'est la poursuite de la désinflation qui permet de tabler sur un essoufflement, non un effondrement, de la croissance.

Primus inter pares (même si ce statut lui est contesté), **la résistance de l'économie américaine a continué de surprendre au point d'afficher une vigueur difficilement soutenable** : le consommateur en a, comme toujours, été le principal artisan et ses forces déclinent. L'épargne excédentaire accumulée aux pics de la pandémie (estimée à 2 300 milliards de dollars, soit environ 10% du PIB, en mars 2021) aurait diminué de moitié. Après s'être progressivement replié, passant même dès septembre 2021 sous son niveau pré-crise (moyenne 2017-2019 proche de 8% du revenu), le taux d'épargne semble stabilisé, mais à un niveau très faible. Par ailleurs, le marché du travail, certes encore solide, envoie des signaux de refroidissement : ralentissement du rythme des embauches, forte baisse des offres d'emploi, croissance plus faible des salaires, taux de démission en recul sensible, redressement du taux de participation. Un recours accru aux cartes de crédit. Enfin, l'encours des crédits renouvelables a atteint un niveau record : les impayés sont en hausse et sa croissance a déjà commencé à ralentir.

Récession, entendue au sens de deux trimestres consécutifs de contraction du PIB, ou non ? Telle est la question qui permet de statuer sur la nature de l'atterrissage. Dans sa version « authentique », sans récession, **l'atterrissage en douceur ne peut être exclu. Notre scénario central envisage cependant une très légère récession à la charnière des années 2023-2024**. L'atterrissage en 2024 ne serait pas violent : la croissance moyenne atteindrait 2,1% en 2023, une performance très honorable, avant un ralentissement à 0,7% en 2024 pour une inflation moyenne poursuivant son net repli (4,2% et 2,7% respectivement en 2023 et 2024, après 8% en 2022).

En zone euro, le ralentissement est déjà patent. À l'affaiblissement de la demande mondiale, clairement lisible sur la contre-performance des exportations, se superposent les effets néfastes d'un double choc : la hausse des prix des matières premières en 2022 et l'impact, plus précoce et plus significatif qu'attendu, de la hausse des taux d'intérêt. Ces chocs affectent très différemment les grandes économies de la zone euro dont ils rendent la lisibilité conjoncturelle complexe. Mais, globalement, la brutalité (ou la douceur) de l'atterrissage dépendra des effets conjugués de deux forces opposées : transmission progressive du resserrement monétaire le plus violent que la zone euro ait connu contre renforcement de la dynamique désinflationniste attendu dès le quatrième trimestre 2023 et portant l'inflation moyenne de 5,6% en 2023 à 3% en 2024 (après 8,4% en 2022). Avec un pic de la transmission monétaire en 2023 et une activité seulement stable au cours de la seconde moitié de l'année, la croissance moyenne se situerait à 0,5%, après 3,4% en 2022. **Le scénario de redressement modeste de la croissance (0,9% en 2024) s'appuie sur la seule demande interne** : il repose sur la consommation, profitant des gains de pouvoir d'achat liés à la désinflation et de l'ajustement décalé des salaires nominaux à celle de l'inflation passée.

Dans l'univers émergent, malgré le ralentissement de la croissance dans les pays développés, une croissance globalement satisfaisante, sans être impressionnante, se dessine : un scénario assorti d'un niveau élevé d'incertitude. Au titre des facteurs de risques figure, tout d'abord, celui de taux d'intérêt américains restant « plus élevés, plus longtemps », une contrainte spécifique et coûteuse pour la sphère émergente. S'ajoute ensuite le risque lié à un ralentissement de la désinflation susceptible de perturber les assouplissements monétaires envisagés ou déjà amorcés par des banques centrales soucieuses de ne pas abîmer leur crédibilité. Mais, le principal risque reste la Chine : la faiblesse de la reprise tant attendue a déçu et la capacité de la Chine à soutenir (ou non) la conjoncture suscite de nombreuses interrogations. Les autorités chinoises ont déjà mis en œuvre deux grands types de mesures : elles ont, d'une part, assoupli très prudemment les conditions monétaires et, d'autre part, pris des mesures en faveur du secteur de l'immobilier. Ces actions commencent à porter leurs fruits : notre scénario retient une stabilisation de la croissance à un niveau encore satisfaisant quoique relativement faible au regard des performances passées (5,1% et 4,5%, respectivement, en 2023 et 2024 après 3% en 2022). Mais, le risque

d'une réponse contra-cyclique insuffisante ou inadaptée, ne parvenant pas à stabiliser les anticipations de croissance et à rétablir la confiance, demeure. Et, avec lui, celui d'une faiblesse prolongée de la demande et d'une correction du secteur immobilier assorties d'un impact négatif durable sur la croissance.

En termes de politique monétaire, les grandes banques centrales ne sont pas disposées à baisser la garde. À l'issue de resserrements monétaires massifs, et bien que toujours éloignées de leurs cibles d'inflation, les banques centrales ont, en effet, récemment opté pour le mode « pause ». **Hors surprise désagréable sur l'inflation impliquant un resserrement supplémentaire, cette pause se prolongerait, maintenant les taux directeurs à des niveaux élevés : il serait déraisonnable de parier sur des baisses rapides**.

La *Fed* a maintenu le taux des *Fed funds* (borne haute) à 5,50% en septembre, mais publié un *dot plot* suggérant une baisse de seulement 50 points de base de son taux directeur en 2024 et non plus de 100. Cela vient valider le risque de taux restant « plus élevés, plus longtemps » et confirme que la Fed souhaite éviter un assouplissement prématuré des conditions financières. Notre scénario central continue de tabler sur une longue pause suivie de baisses à partir de juin, abaissant la borne supérieure des *Fed funds* à 4,75% fin 2024. Les risques restent toutefois majoritairement orientés vers une évolution plus *hawkish* : une nouvelle hausse au quatrième trimestre 2023 ne peut être exclue. Dans la zone euro, si le risque d'une dernière hausse ne peut être ignoré, notre scénario retient néanmoins le maintien par **la BCE** de ses taux à leur niveau actuel (taux de refinancement à 4,50%) jusqu'à la fin de l'été 2024 au moins. Bien qu'elle envisage de poursuivre ces réinvestissements jusque fin 2024, la BCE pourrait, en outre, décider d'accélérer son *quantitative tightening* en cessant ses réinvestissements dans le PEPP au début de l'année 2024.

Résistance de l'inflation, de la croissance et resserrements monétaires déterminés ont naturellement fait se redresser brutalement les taux obligataires. Un scénario de repli modeste se dessine aux États-Unis et table sur des taux souverains à dix ans proches de 4% fin 2023, puis 3,50% fin 2024. **Un scénario de baisse sensible semble, en revanche, prématuré dans la zone euro** où la BCE, dont la politique est clairement restrictive, pourrait s'atteler à une réduction plus rapide de son bilan. Le *Bund* se situerait ainsi vers 2,60% fin 2023 et fin 2024. Enfin, le thème du « sourire du dollar » reste d'actualité. La résistance de l'économie américaine, la détermination de la Fed, un différentiel de taux d'intérêt favorable et des épisodes d'aversion au risque : **tout continue de conférer au dollar un attrait indiscutable à très brève échéance.**

Catherine LEBOUGRE

Focus Géopolitique – BRICS+ : ce qu'ils sont, ce qu'ils veulent, ce qu'ils déclenchent

Les tensions géopolitiques continuent de monter sur plusieurs fronts, tandis que l'élargissement des BRICS+ pose la question de la multipolarité des puissances.

L'activité géopolitique mondiale du dernier trimestre a été tout sauf calme ; la connexion avec le scénario macro-économique est moins immédiatement apparente qu'à d'autres périodes, comme par exemple lorsque la guerre contre l'Ukraine a été déclenchée. Cette connexion s'inscrit néanmoins sur le long terme. En effet, les équilibres géopolitiques mondiaux se recomposent en impactant lentement la structure d'offre, par l'évolution des chaînes de valeur.

La seconde mort de l'URSS

Sur le front ukrainien, les choses sont confuses et les scénarios doivent rester prudents. L'apparente « stabilité » de la situation ne doit cependant pas faire oublier que, de l'issue de cette guerre dépendent beaucoup d'équilibres géopolitiques mondiaux. Par ailleurs, le conflit s'étend géographiquement et sectoriellement, car **la guerre du gaz est devenue celle du blé**. Ses principaux perdants se trouvent au Sud, dans tous les pays africains clients du blé et des engrais qui transitent par la mer Noire (70% du blé russe notamment), Égypte en tête.

Cette activation brutale de **l'arme alimentaire russe** n'est pas une surprise : les sanctions de 2014 avaient stimulé la production céréalière russe, qui était devenue le troisième secteur à enregistrer des excédents externes. À plus long terme, avec le réchauffement du sud de la Sibérie, le nombre de grains de blé russes dans le total mondial échangé va mécaniquement augmenter et renforcer l'axe stratégique sino-russe, cette fois sur le versant agricole. Pékin est, de fait, très attentif au maintien d'un niveau élevé de stocks de blé et de riz, qui représentent respectivement 69% et 64% du total mondial.

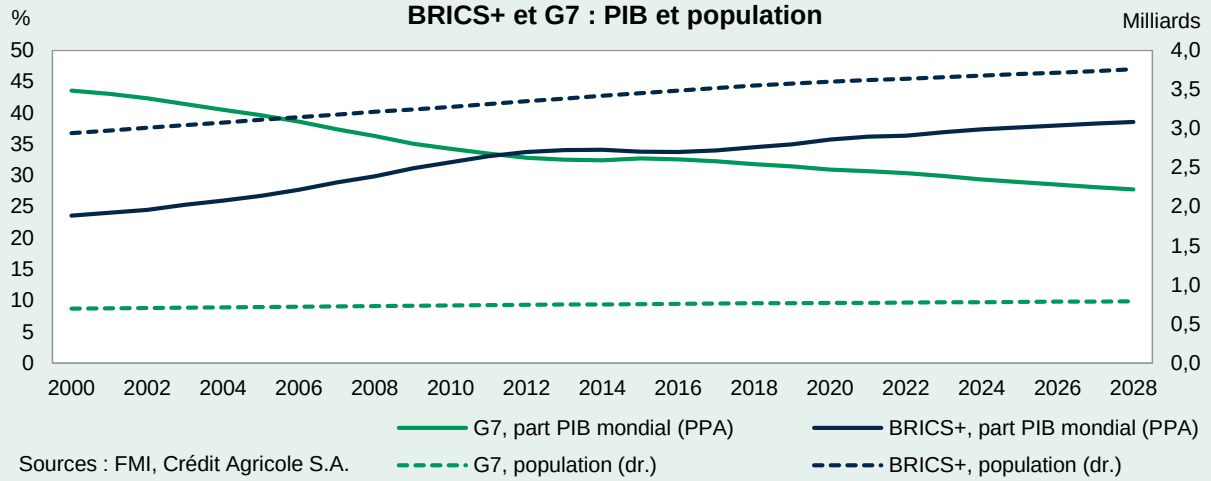
Guerre du blé et guerre de la mer Noire sont donc liées et rappellent, tristement mais sans surprise, la grammaire historique de la puissance russe : « Tout potentat qui n'a que la puissance terrestre n'a qu'un bras. Mais qu'il y ajoute la puissance maritime, il a les deux. » (Pierre le Grand). **Moscou s'efforce donc de préserver sa puissance maritime et son accès aux mers chaudes, tout en essayant d'affaiblir la puissance céréalière ukrainienne.** Tout cela renforce le statut d'État pivot de la Turquie, gardienne des détroits, et il serait étonnant qu'Erdogan ne s'intéresse pas de plus près aux équilibres de puissance et au gaz de la Méditerranée. L'Azerbaïdjan profite aussi de la recomposition régionale pour absorber le Haut-Karabakh et redessiner à son avantage le Caucase, sans que la communauté internationale ne réagisse. On assiste en direct à la seconde mort de l'URSS.

L'Asie toujours en tension géopolitique

Sur le front sino-américain, les contacts de haut niveau se sont multipliés, laissant espérer un retour des canaux diplomatiques brisés par l'affaire des ballons chinois. Mais ces signaux ne compensent pas ceux d'une montée en tension sur d'autres fronts, qui ne marquent pas de palier. Ainsi, la difficulté de communication entre Chinois et Américains serait toujours aussi forte car la Chine accepte mal, notamment, l'idée de sortir la question climatique de la rivalité stratégique globale, d'autant qu'elle est pour l'instant en situation de force sur la chaîne de valeur des technologies de la transition verte, batteries, panneaux solaires ou climatiseurs. **La Chine promeut donc, comme la Russie, le thème révisionniste d'une réforme globale des équilibres de sécurité.**

Mais, surtout, les canaux de communication militaires fonctionnent mal et le risque d'incidents dans le détroit de Taïwan est d'autant plus élevé que l'activité militaire y est intense, Pékin mettant l'île sous tension avant les élections de 2024. Quant au sujet d'achoppement majeur de la liberté de circulation maritime, il allume sans cesse des points chauds, notamment en mer de

BRICS+ et G7 : PIB et population



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

Chine méridionale, où le rapprochement américano-philippin s'approfondit. Quant au succès américain dans ses alliances asiatiques, que ce soit sur le front de la sécurité ou de la guerre technologique, il offre à la Chine des arguments de « victimisation » et « d'étouffement », que Pékin peut tout à loisir utiliser pour camoufler le caractère endogène de ses difficultés économiques. Ce discours trouve d'ailleurs un écho nationaliste en interne (les Chinois se précipitent pour acheter le dernier téléphone de Huaweï) et en externe, dans un Sud global galvanisé par l'élargissement des BRICS à six nouveaux membres.

Les BRICS+ à la manœuvre ?

Cet élargissement est commenté de façon très diverse, soit comme un coup de communication, soit comme un événement important, qui signale une évolution dans les équilibres de puissance globaux. Nous partageons plutôt ce dernier diagnostic, pas tant pour ce que les BRICS+ sont que pour ce qu'ils représentent, ce qu'ils stimulent en termes géopolitiques.

En effet, l'alliance reste hétérogène, et même hétéroclite ! Idéologiquement (traversée par la tension sino-indienne qui s'affirme), politiquement (un axe autocratique et des démocraties) et économiquement (le PIB chinois écrase les autres, avec 18,8% du PIB mondial en parité de pouvoir d'achat et un total de 37% pour le groupe entier). Par ailleurs, **les BRICS n'ont pas de structure permanente, ni d'agenda précis**. Le communiqué final réclame plus de libre-échange (un paradoxe au moment où les pays industrialisés le remettent en question) et les actions concrètes se situent surtout du côté monétaire, avec une « Banque des BRICS », basée à Shanghai, qui renforce son mécanisme d'entraide en cas de crise et qui a plus de poids financier avec l'intégration de l'Arabie et des Émirats. Il est clair que les BRICS essaient de s'armer monétairement. Rien de très précis non plus, à ce stade, pour aider les deux nouveaux membres en tension: l'Éthiopie, en grand risque alimentaire, et l'Égypte, qui manque de dollars pour payer ses importations.

Néanmoins, la légitimité des BRICS vient de leur démographie (46% de la population mondiale) et de l'axe de puissance qui unit la force manufacturière chinoise avec l'énergie du Golfe (les BRICS+ comptent pour 54% de la production pétrolière mondiale). Ils sont aussi une force agricole avec l'intégration des puissances de l'agriculture et de l'agro-négoce, que sont respectivement l'Argentine et le Brésil, soit au total 23% des ventes agricoles mondiales en valeur pour le groupe.

Enfin, et surtout, **ce qui donne leur force aux BRICS, et leur principale légitimité, c'est d'être la seule voix audible du Grand Sud, autour d'une volonté commune de rééquilibrer le système institutionnel international**. Il ne s'agit pas de le mettre à bas, mais de le réformer. Si la réforme du Conseil de sécurité se fait un jour, elle pourrait passer par une intégration de l'Inde, du Brésil et de l'Afrique du Sud, ce qu'Antonio Guterres, le secrétaire général de l'ONU, appelle de ses vœux. Et il faudrait aussi que le FMI accepte de rééquilibrer ses quotas (6,4% pour la Chine et 17,4% pour les États-Unis).

À quoi servent les BRICS+ ?

Les BRICS+ ne sont donc en rien l'alliance idéologique du non-alignement des années 50, à Cancun. Au contraire même, ils sont un groupe d'États pragmatiques, bien résolus à défendre leurs intérêts, souvent opposés. Ils se rejoignent en revanche, pour l'instant, sur leur besoin de faire contrepoids aux pays du Nord. Or, ce contrepoids joue son rôle dans la configuration géopolitique actuelle : il valide le rééquilibrage des polarités de puissances, pas seulement au profit de la Chine, mais aussi de ce que l'on appelle les « puissances secondaires ».

> ***Les BRICS+ sont un groupe d'États pragmatiques, bien résolus à défendre leurs intérêts, souvent opposés.***

De fait, même s'ils ont perdu en poids relatif, **les États-Unis** sont toujours une hyper-puissance, notamment dans les domaines militaire ou monétaire (le dollar représente 54,7% des réserves et 47% des paiements internationaux en devises, contre respectivement 2,39% et 3,06% pour le yuan). En revanche, ils **ne sont plus ce qu'on appelle une puissance hégémonique**, c'est-à-dire capable d'imposer ou d'inspirer des règles et des modèles internationaux. Ils ont perdu cette légitimité, ce que confirme le message des BRICS.

Toute la question géopolitique des années à venir est de savoir si nous allons vers un scénario entièrement structuré par la rivalité sino-américaine ou plus multipolaire, ce que nous pensons. En fait, **l'aventure des BRICS+**, qui a commencé avec un acronyme de Goldman Sachs et qui en est déjà à sa quinzième réunion, **est peut-être plus un moment de l'histoire du multilatéralisme mondial qu'une alternative aux institutions existantes**. Mais, en cela, les représentants du Grand Sud jouent leur rôle, en donnant une voix au nécessaire rééquilibrage de l'histoire institutionnelle. À condition bien sûr de ne pas se faire avaler par l'agenda chinois ou, plus largement, par la rivalité sino-américaine.

Tania SOLLOGOUB

PAYS DÉVELOPPÉS
Un équilibre délicat

États-Unis – Un atterrissage en douceur est-il possible ?

Zone euro – Stagnation entre deux forces puissantes

Royaume-Uni – Détérioration des perspectives à court terme

Japon – Sortie complète de la déflation lors de la prochaine reprise économique mondiale

Un équilibre délicat

Les forces (marché du travail, épargne, rattrapage des services) qui ont soutenu l'expansion au-delà des attentes tendent à faiblir ; les conditions monétaires et financières se sont significativement tendues. Mais, les bilans des agents économiques restent sains et la désinflation (enfin) permet de tabler sur un essoufflement, non un effondrement, de la croissance.

ÉTATS-UNIS : UN ATTERRISSAGE EN DOUCEUR EST-IL POSSIBLE ?

Avec le maintien d'une croissance supérieure à sa tendance jusqu'au premier semestre 2023 et des signes suggérant une possible accélération au troisième trimestre 2023, la résistance de l'économie américaine a continué de surprendre. Toutefois, des difficultés se profilent et la vigueur actuelle n'est pas soutenable. Nous maintenons notre scénario central : un scénario de ralentissement économique marqué en fin d'année, avec l'amorce d'une très légère récession au quatrième trimestre 2023 s'étalant jusqu'au premier trimestre 2024. La croissance serait ainsi de 2,1% en moyenne annuelle en 2023, une performance honorable, avant un ralentissement à 0,7% en 2024.

En termes trimestriels, la croissance a atteint 2,2% (en rythme annualisé) au premier trimestre 2023, puis 2,1% au deuxième trimestre 2023. Les premiers éléments disponibles pour le troisième trimestre sont encourageants, notamment la consommation : des signaux favorables qui nous conduisent à prévoir un chiffre excédant 3% pour cette période (d'autres estimations sont encore plus élevées). Le principal acteur de cette résistance a été le consommateur : la progression constante de la consommation a, jusqu'à présent, maintenu l'économie à flot. Toutefois, comme nous l'avons souligné récemment à de nombreuses reprises, des facteurs défavorables se cumulent et incitent les consommateurs à réduire leurs dépenses vers la fin de l'année.

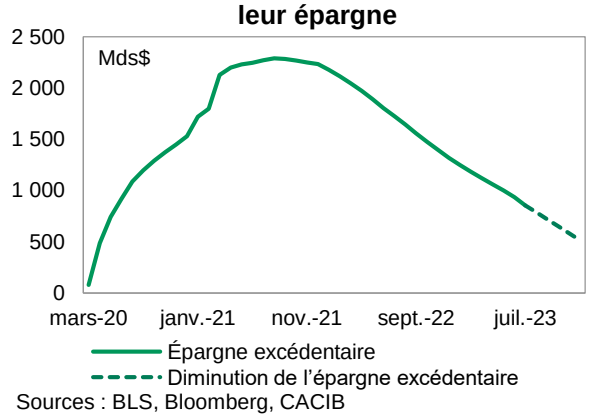
- ✓ **La forte diminution de l'épargne excédentaire.** Au début de la pandémie, les mesures de relance budgétaire sans précédent ont permis aux consommateurs d'accumuler une épargne importante, supérieure à ce qu'auraient suggéré les tendances historiques. Après une chute, on observe désormais une stabilisation du taux d'épargne à un niveau très faible. Confrontés à une inflation élevée, les consommateurs ont, en effet, utilisé cette épargne pour maintenir leurs dépenses. Selon nos estimations, l'épargne excédentaire totale aurait culminé à 2 300 milliards de dollars en mars 2021 (soit environ 10% du PIB de 2021) ; depuis lors, elle aurait diminué de moitié. De plus, de nombreux ménages à faibles revenus ont probablement épuisé toute l'épargne excédentaire qu'ils avaient accumulée.

- ✓ **Un recours accru aux cartes de crédit.** L'encours des crédits renouvelables a atteint un niveau record : après avoir puisé dans l'épargne excédentaire, les consommateurs dépendent donc de plus en plus des cartes de crédit. Le ratio crédit renouvelable sur revenu personnel reste gérable, pour l'instant, mais la croissance a déjà commencé à ralentir et les impayés sont en hausse, ce qui suggère que le potentiel de hausse des crédits renouvelables pourrait être limité.

L'épargne excédentaire totale a culminé à 2 300 milliards de dollars et elle se situe aujourd'hui à 800 milliards environ.

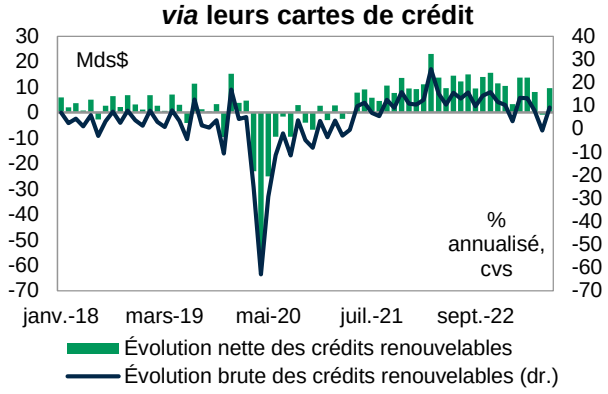
- ✓ **La reprise du remboursement des prêts étudiants.** Dans le cadre de la réponse initiale à la pandémie, les remboursements des prêts étudiants ont été suspendus. Cette suspension dure

USA : les consommateurs continuent de puiser dans leur épargne



Sources : BLS, Bloomberg, CACIB

USA : les consommateurs empruntent de plus en plus *via* leurs cartes de crédit



Sources : Fed, Bloomberg, CA CIB

maintenant depuis plus de trois ans et a pris brusquement fin à partir du 1er octobre : les emprunteurs vont à nouveau devoir payer leurs échéances mensuelles. Plus de 43 millions de personnes seront ainsi amenées à payer en moyenne environ 300 dollars par mois (les estimations varient) : un certain nombre de ménages devront ainsi arbitrer entre consommation et remboursement de leurs prêts étudiants.

- ✓ **La disparition de la « demande refoulée ».** Les consommateurs ont été enclins à dépenser pour voyager et vivre les expériences auxquelles ils avaient dû renoncer pendant les périodes de confinement, un phénomène qui a probablement contribué au bon démarrage de la consommation au troisième trimestre de cette année. Différentes enquêtes, parmi lesquelles le dernier *Beige Book* de la Fed, indiquent que l'été 2023 pourrait être le dernier épisode de ce rattrapage *post*-Covid. Même marginalement, cela pourrait peser sur les dépenses à venir.

- ✓ **Le ralentissement du marché du travail.** Enfin, le marché du travail, certes resté très solide, envoie des signes de refroidissement : ralentissement du rythme des embauches, forte baisse des offres d'emploi, croissance plus faible des salaires et taux de démission retombé à ses niveaux d'avant la pandémie, redressement du taux de participation. Tout en ne retenant pas de forte détérioration du marché du travail, notre scénario intègre un ralentissement progressif qui portera le taux de chômage vers un pic d'environ 4,5% l'année prochaine, un facteur supplémentaire susceptible de peser sur les dépenses.

Soyons clairs : **il ne s'agit pas d'un scénario d'effondrement des dépenses de consommation**. Et ce d'autant moins que la situation financière des ménages reste très saine, avec un patrimoine net cumulé qui dépasse son pic pré-Covid de plus de 35 000 milliards de dollars. **Mais les facteurs négatifs précédemment évoqués devraient conduire à un modeste recul des dépenses de consommation**. L'impact de ce recul sur l'économie dans son ensemble pourrait être amplifié par d'autres chocs concomitants :

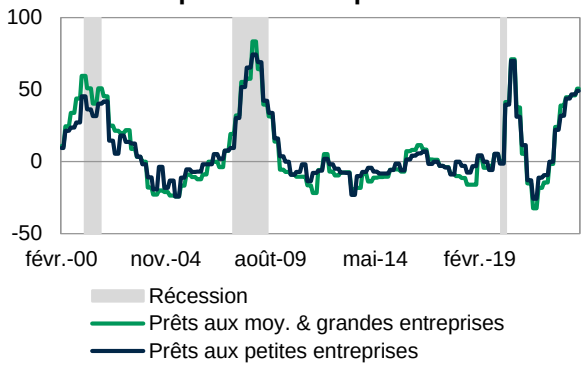
- ✓ **La grève de l'UAW.** Pour la première fois dans l'histoire, le syndicat *United Auto Workers* est actuellement en grève simultanément chez les trois grands constructeurs automobiles américains[1]. La grève est actuellement ciblée et concerne un peu moins de 25 000 travailleurs mais, plus elle durera, plus elle aura des chances de se généraliser et d'être suivie par une plus grande partie des presque 150 000 adhérents de l'UAW.

- ✓ **Le *shutdown* (fermeture du gouvernement).** Même si le Congrès a pu, de manière inattendue, parvenir à un accord de dernière minute pour adopter un projet de loi de dépenses provisoire finançant le gouvernement jusqu'au 17 novembre, le risque d'une fermeture n'a pas complètement disparu. Un accord sur les dépenses pour l'exercice 2024 d'ici la nouvelle date limite de la mi-novembre n'est pas garanti, et s'il n'y parvient pas, le gouvernement fermera : les employés fédéraux et les prestataires ne seront pas payés à temps et la publication de diverses données économiques sera retardée.

Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	2,1%	0,7%
Inflation	4,2%	2,7%

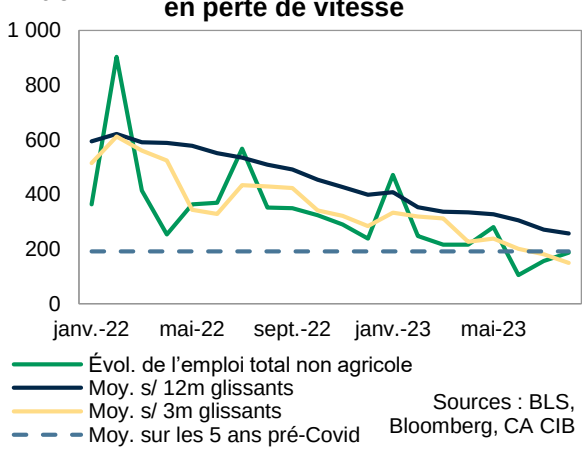
De plus, les conditions d'octroi de crédit se sont durcies, durcissement exacerbé par les problèmes rencontrés par le secteur bancaire depuis le mois de mars. Cette tendance ne s'est pas encore pleinement traduite dans les données de prêts : un certain recul

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



Sources : Fed, Bloomberg, CA CIB

USA : des embauches en perte de vitesse



Sources : BLS, Bloomberg, CA CIB

[1] Les *big three* : General Motors, Ford et Stellantis

des prêts bancaires pourrait donc intervenir et peser sur l'investissement.

Au total, notre scénario central table sur une légère récession. Celle-ci serait réellement très légère, avec une baisse cumulée du PIB d'un peu moins d'un point de pourcentage (sur les deux trimestres concernés) et une hausse du taux de chômage limitée par rapport aux récessions précédentes avec un pic à 4,5% : notre scénario central est très proche d'un atterrissage en douceur. Ce dernier, dans sa version « authentique », sans récession, reste possible, si le marché du travail continue de progresser tant bien que mal et si la situation financière des ménages permet de compenser les facteurs défavorables identifiés ci-dessus. Ce scénario est plausible mais reste notre scénario alternatif.

Nicholas VAN NESS

ZONE EURO : UNE STAGNATION RÉSULTANT DE DEUX FORCES CONTRAIRES PUISSANTES

La « narration » autour d'un atterrissage en douceur continue d'être alimentée par un marché du travail résistant malgré le ralentissement de l'activité et par la situation économique et financière saine des agents privés. La zone euro n'échappe pas à cette évolution favorable de l'offre ; son ralentissement est néanmoins plus marqué qu'ailleurs et pose, de façon plus aiguë, la question de la fin de ce cycle « anormal » d'expansion. **Alors que l'activité dépasse désormais de 2,6% le niveau d'avant la crise sanitaire, le rythme annuel de croissance du PIB trimestriel s'est fortement affaibli : il est passé de 4,2% au deuxième trimestre 2022 à 0,5% au deuxième trimestre 2023.**

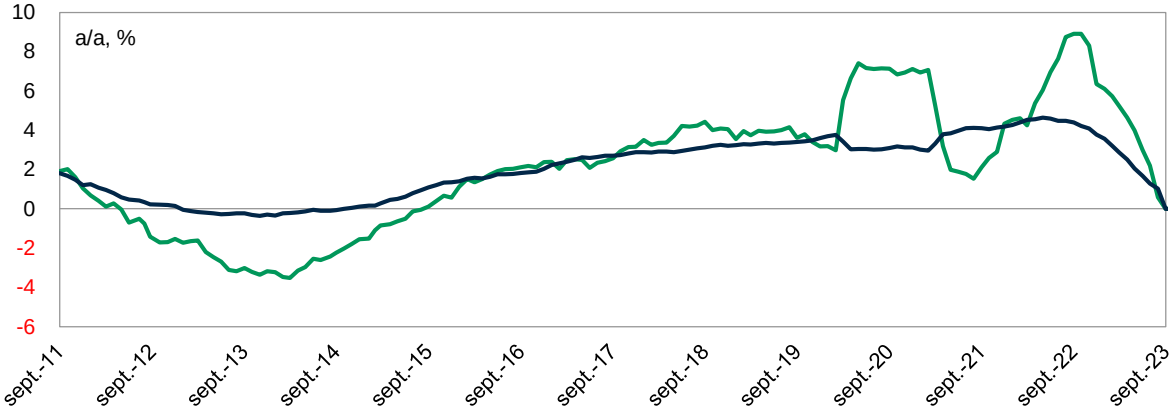
Entre le pic de la transmission monétaire et le freinage de l'inflation

Ce coup de frein est imputable, à parts presque égales, au choc sur les termes de l'échange, lié à la hausse des prix des matières premières en 2022, et à l'impact, plus précoce et plus significatif qu'attendu, de la hausse des taux. Le caractère plus ou moins brutal de l'atterrissage dépendra des effets conjugués de deux forces opposées et puissantes : d'un côté, la transmission progressive du resserrement monétaire le plus ample et le plus rapide que la zone euro ait connue, de l'autre, le renforcement de la dynamique désinflationniste attendu dès le quatrième trimestre 2023. **Notre scénario anticipe le pic de la transmission monétaire en 2023 et projette une croissance nulle au second semestre 2023**, ce qui laissera le taux de croissance en moyenne annuelle au niveau de l'acquis de la fin juin, soit seulement 0,5%. Le retour vers un rythme de croissance positif (0,9% en moyenne annuelle en 2024) s'appuiera sur des gains de pouvoir d'achat liés à la désinflation et au décalage temporel de l'ajustement de la dynamique des salaires nominaux à celle de l'inflation passée.

La faiblesse de l'industrie entre facteurs conjoncturels et structurels

La zone euro n'a pas échappé à la faiblesse du cycle manufacturier mondial. Au deuxième trimestre 2023, si l'activité est en net ralentissement dans tous les secteurs, l'industrie affiche déjà un repli sur un an (-0,7%). Au sein du secteur manufacturier, les performances sont cependant très différenciées en raison des perturbations des chaînes de valeur, de la modification de la composition de la demande *post*-pandémie et des variations des prix relatifs. Ainsi, les secteurs fortement consommateurs en énergie enregistrent un repli de leur activité ininterrompu depuis un an, tandis que les filières liées à l'automobile bénéficient de la normalisation de l'offre de semi-conducteurs et d'arriérés de production encore élevés. En revanche, les producteurs de biens durables, tout comme les secteurs en amont et en aval de la construction, subissent de plein fouet la hausse passée de l'inflation et des taux d'intérêt. Le secteur de la construction est encore en croissance sur un an, mais en perte de vitesse. Enfin, si les services

Zone euro : variation des encours des crédits bancaires



Sources : Refinitiv, BCE, Crédit Agricole SA/ECO — Entreprises — Ménages

conservent globalement une croissance positive sur un an (1,6%), le commerce, l'hôtellerie et le transport ne croissent plus sur des rythmes à deux chiffres et approchent la stagnation.

Les ajustements de la composition de la demande restent à l'œuvre et perturberont encore la lecture de l'évolution de l'activité industrielle qui sera, néanmoins, confrontée à l'épuisement progressif des arriérés de production avec des commandes de plus en plus faibles face aux stocks de produits finis. Après la forte accumulation de stocks au printemps, une dégradation de la production industrielle devient fort probable. Le ralentissement devrait s'accentuer au cours du troisième trimestre. Les enquêtes signalent une plus forte dégradation de l'activité manufacturière et la fin de l'expansion de l'activité dans le secteur des services.

Une impulsion de la demande qui disparaît au deuxième trimestre 2023

La croissance du PIB au deuxième trimestre 2023 s'est finalement révélée aussi faible qu'au premier (+0,1% sur le trimestre). Et ce n'est qu'une forte, et probablement involontaire, accumulation des stocks qui a sauvé la croissance (+0,4 point de contribution), compensant la contribution négative des échanges extérieurs (-0,4 point), face à une demande intérieure atone depuis trois trimestres (+0,1 point au deuxième trimestre). Interrompue par une baisse marquée en fin d'année 2022, la consommation des ménages n'a pas repris sa croissance bien qu'elle ne recule plus depuis début 2023. Après son reflux de fin 2022, l'investissement est, pour le moins, terne au premier semestre (+0,3% au premier comme au deuxième trimestre). L'investissement en logement s'est déjà replié de 2,6% sur un an, tandis que l'investissement en construction non résidentielle continue de progresser, mais à un rythme plus faible. L'investissement en machines et équipements pâtit de la faiblesse de la demande en biens durables et biens d'investissement. En revanche, l'investissement en biens de transport, après l'année noire de 2021, reste en croissance mais ralentit.

Le ralentissement de la demande mondiale se lit très clairement dans la performance des exportations de biens et services, en recul depuis fin 2022. Si la contraction plus forte des importations, après le pic lié à l'urgence des fournitures de gaz de l'été 2022, a jusqu'au premier trimestre 2023 permis une contribution positive des échanges, la normalisation du taux de pénétration des importations dévoile désormais la faiblesse des ventes à l'étranger et son impact négatif sur la croissance.

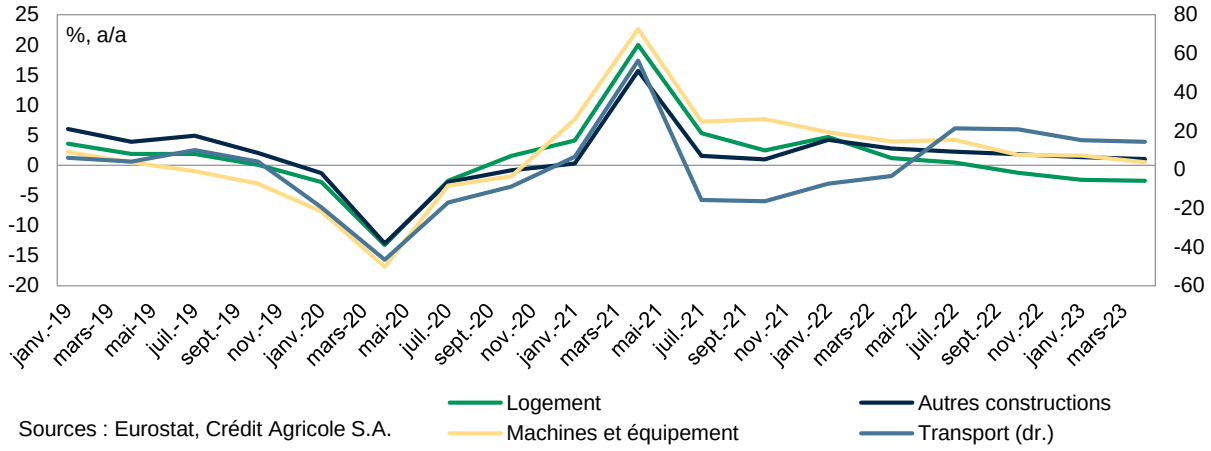
Un redressement modeste fondé sur la consommation

Avec un acquis de croissance de 0,5% au deuxième trimestre 2023 et une faible demande adressée par le reste du monde, c'est sur un modeste redressement de la demande intérieure que table notre scénario. S'il ne permet pas d'effacer les pertes passées, le regain de pouvoir d'achat lié à la désinflation en fin d'année peut néanmoins imprimer une dynamique plus positive au revenu disponible des ménages en termes réels. L'offre de travail et l'emploi de la zone euro gardent un rythme de croissance positif au deuxième trimestre (+0,2% sur le trimestre) bien qu'en ralentissement. Les heures travaillées sont encore globalement en hausse, sauf dans les secteurs de l'industrie et de la construction où l'on observe déjà une réduction de la durée du travail.

Le degré de brutalité de l'atterrissage sera le résultat de la confrontation entre deux facteurs : le resserrement monétaire et la désinflation.

Nous prévoyons une légère remontée du chômage à mesure que les créations d'emplois ralentissent, tandis que la dynamique de la population active reste soutenue. L'emploi continuera donc de soutenir le revenu des ménages. L'accélération du salaire par travailleur au deuxième trimestre 2023 (+5,5% sur un an) ne pourra plus être alimentée par les tensions, en baisse, sur le marché du travail ; mais sa dynamique restera soutenue en 2024, à un rythme proche de 4%, bien supérieur au taux d'inflation. Les négociations salariales de fin d'année, en Allemagne notamment, s'annoncent encore porteuses d'une croissance rapide des salaires au tournant de l'année.

Zone euro : investissement, la première victime



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Les effets de richesse négatifs, passant principalement par le canal des charges d'intérêt en hausse, seraient modestes dans la zone. Que ce soit la part des propriétaires avec un prêt, le taux d'endettement des ménages ou la part des prêts à taux variables, tous ces indicateurs sont à des niveaux plutôt faibles et ne laissent pas craindre une réduction importante des ressources disponibles pour la consommation. Celle-ci progresserait de 1,1% en 2024, après 0,4% en 2023. Par ailleurs, ces indicateurs ont convergé entre les pays au cours de la dernière décennie et la zone présente moins de risques asymétriques liés à la faiblesse des bilans des ménages, notamment dans des pays « systémiques ». En outre, on observe un mouvement de renégociation de prêts à taux variable pour des prêts à taux fixe dans les pays plus exposés.

L'investissement se reprend avec des dynamiques opposées

L'érosion anticipée de la profitabilité des entreprises et la hausse des coûts liée à la transmission progressive de la politique monétaire ne plaident pas en faveur d'une forte reprise de l'investissement. La dégradation de la productivité, à l'œuvre depuis fin 2022, s'est poursuivie au deuxième trimestre 2023 (-1,4% sur un an). La progression des coûts salariaux unitaires, portée par la croissance toujours plus rapide du salaire par travailleur (+5,5% sur un an), ne pourra plus être répercutée sur les prix de vente dans un environnement désinflationniste.

Cette perte progressive de pouvoir de fixation des prix est déjà tangible dans les résultats des enquêtes dans l'industrie et dans les services. Cela réduit le risque d'effets de second tour portés par les marges des entreprises. Les investissements en infrastructures et ceux dans la transition énergétique et la transition numérique continuent néanmoins d'être financés par les fonds européens du NextGenerationEU et, dans les secteurs stratégiques, par des aides d'État. Par ailleurs, le renouvellement des flottes automobiles d'entreprise va continuer de soutenir l'investissement en biens de transport. Ces facteurs devraient pouvoir compenser le recul marqué de l'investissement logement. Au total, l'investissement progresserait néanmoins à un rythme très modeste (1,1% en 2023 et 2024).

Une plus forte hétérogénéité des réponses aux chocs

La lisibilité de la situation conjoncturelle dans la zone euro est compliquée par les divergences croissantes entre les évolutions des économies qui la composent. La faiblesse de l'économie allemande s'est accentuée au cours de l'été, notamment dans l'industrie, « plombée » simultanément par le ralentissement de ses grands marchés d'exportation (Chine et États-Unis) et par des facteurs plus structurels de perte de compétitivité liés au renchérissement de coût de l'énergie. Notre scénario retient deux trimestres de contraction aux troisième et quatrième trimestres 2023 en Allemagne. En revanche, les pays de la périphérie ont jusqu'ici mieux résisté, grâce aux bonnes performances du secteur du tourisme et aux efforts d'investissement soutenus par les fonds européens du NGEU. À l'exception de l'Italie lestée par la faiblesse du manufacturier, ils conserveraient des taux de croissance supérieurs à la moyenne de la zone.

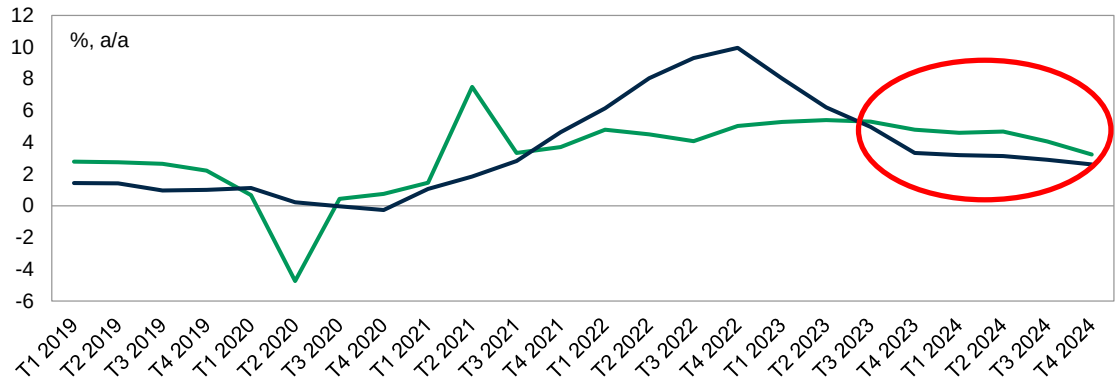
Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	0,5%	0,9%
Inflation	5,6%	3,0%

Finances publiques : une pro-cyclicité modérée

Après les politiques très expansionnistes de ces dernières années, la pression en faveur d'un ajustement marqué des finances publiques augmente. **Notre scénario anticipe une impulsion à peine négative des finances publiques en 2023**, moins pénalisante que suggérée par les annonces des programmes de stabilité au printemps, du fait de la mise en place de mesures contra-cycliques et de compensation des prix plus élevés du pétrole. L'essentiel de l'ajustement est donc reporté à 2024.

Paola MONPERRUS-VERONI

Zone euro : les salaires plus rapides que l'inflation



Sources : Crédit Agricole S.A.

ROYAUME-UNI : DÉTÉRIORATION DES PERSPECTIVES À COURT TERME

Les effets du resserrement monétaire sur l'économie britannique deviennent de plus en plus visibles. Au deuxième trimestre, la croissance s'est révélée correcte (+0,2% en variation trimestrielle), témoignant d'une demande domestique encore solide au regard, d'une part, de l'ampleur de la hausse passée des taux d'intérêt (515 points de base depuis le début du resserrement en décembre 2021) et, d'autre part, du rebond significatif des faillites d'entreprises (à un plus haut depuis 2009). Mais, depuis la fin de l'été, les perspectives à court terme se sont assombries. L'indice PMI composite s'inscrit en forte baisse en août et en septembre (46,8, un plus bas depuis la crise financière de 2008, hormis les périodes de confinement Covid en 2020 et 2021). Cet indicateur relativement fiable de la croissance britannique suggère une baisse du PIB de 0,4% au troisième trimestre. L'affaiblissement est dû à une rechute de la demande, jusqu'alors résistante, dans le secteur des services et à une aggravation de la situation dans l'industrie. Les entreprises déplorent des factures d'énergie en hausse (rebond du prix du carburant), des coûts salariaux élevés, ainsi que la hausse des taux qui pèse sur la demande. Le PIB réel s'est déjà contracté de 0,5% en juillet, posant les bases d'un acquis de croissance négatif pour le troisième trimestre (de -0,2 point de pourcentage).

Les entreprises déplorent des factures d'énergie en hausse, des coûts salariaux élevés, ainsi que la hausse des taux qui pèse sur la demande.

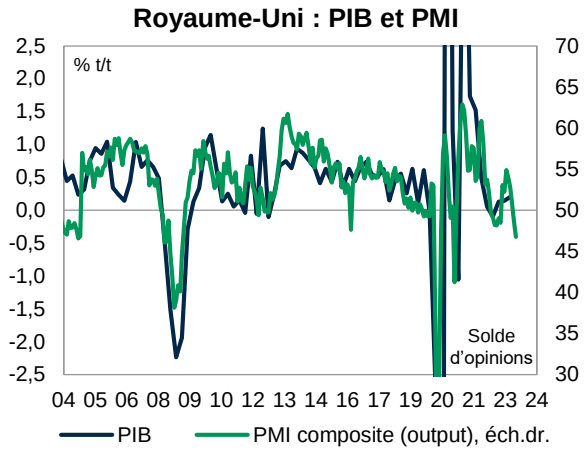
L'assouplissement du marché du travail se poursuit. Le ralentissement de l'activité impacte le marché du travail où la baisse de l'emploi s'accompagne d'une remontée rapide du taux de chômage (à 4,3% en juillet, plus fortement que prévu, contre 3,8% trois mois auparavant) malgré la baisse du taux de participation à 63,5% en juillet. Des inactifs sont, en effet, revenus sur le marché du travail : il s'agit, en grande majorité, de personnes contraintes de rester à la maison pour des raisons familiales et, dans une moindre mesure, d'étudiants et de retraités. En revanche, la forte proportion de malades de longue durée (près de 30% des inactifs) explique que le taux de participation reste environ un point de pourcentage inférieur à son niveau pré-Covid. La normalisation a donc de fortes chances de rester incomplète. La croissance des salaires nominaux a continué d'accélérer (8,1% dans le privé) et toute modération future semble incertaine tant que des tensions demeurent.

Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	0,4%	0,7%
Inflation	7,4%	3,1%

Notre scénario table à présent sur une légère récession au cours du second semestre. Celle-ci devrait être tirée par une chute de l'investissement, en particulier de l'investissement résidentiel, mais aussi de la demande externe, ainsi que par un ralentissement de la consommation des ménages. Celle-ci pourrait, en effet, ralentir sans s'effondrer : les ménages vont bénéficier d'une croissance des revenus réels enfin redevenue positive et d'un excès d'épargne significatif accumulé pendant la pandémie. À cet égard, le taux d'épargne excède encore son niveau d'avant-Covid (9,5% au deuxième trimestre 2023, contre 6% au quatrième trimestre 2019), même si la confiance du consommateur s'améliore, atteignant un plus haut depuis janvier 2022. En revanche, les exportations devraient se contracter davantage, sur fond de baisse de la demande en provenance des États-Unis (notre scénario table sur une légère récession au tournant de l'année) et de la zone euro. Enfin, l'incertitude, la hausse des taux et le *Brexit* demeureront des freins puissants à l'investissement.

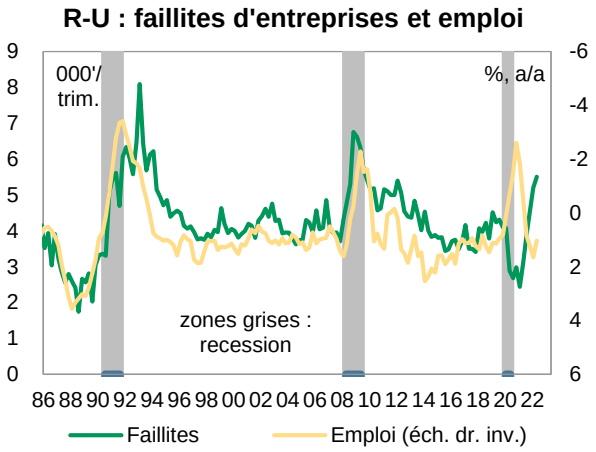
Slavena NAZAROVA

Royaume-Uni : PIB et PMI



Source : Crédit Agricole S.A.

R-U : faillites d'entreprises et emploi



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

JAPON : UNE SORTIE COMPLÈTE DE LA DÉFLATION LORS DE LA PROCHAINE REPRISE ÉCONOMIQUE MONDIALE

La demande intérieure va compenser la faiblesse de la demande extérieure

La reprise économique devrait se poursuivre en 2023 et 2024 : notre scénario retient une croissance du PIB nettement supérieure à la croissance potentielle, qui est d'environ 0,5%. L'économie mondiale montrant des signes de ralentissement, le commerce extérieur devrait apporter une contribution négative à la croissance qui devrait être compensée par la bonne tenue de la demande intérieure.

La consommation privée devrait bien résister, sur fond de poursuite de la transition vers un monde *post*-Covid. Les plans d'investissement des entreprises restent ambitieux : celles-ci augmentent en effet leurs investissements non seulement pour atténuer leurs problèmes d'approvisionnement, mais également pour compenser la pénurie croissante de main-d'œuvre à laquelle elles sont confrontées. L'investissement privé dépassera probablement 17% du PIB en 2025, ce qui permettra au Japon de tourner définitivement la page de la déflation.

> ***L'investissement privé dépassera probablement 17% du PIB en 2025, ce qui permettra au Japon de tourner définitivement la page de la déflation.***

Lors de l'ébauche des grandes lignes de l'exercice fiscal 2024, le gouvernement a réaffirmé son engagement à poursuivre la stratégie des *Abenomics*[2]. L'un des thèmes-clés des mesures gouvernementales pour un « nouveau capitalisme » semble être la résolution des problèmes sociaux et la stimulation de la croissance par l'augmentation des dépenses publiques dans des domaines qui tendent à être sous-investis, voire totalement laissés au secteur privé.

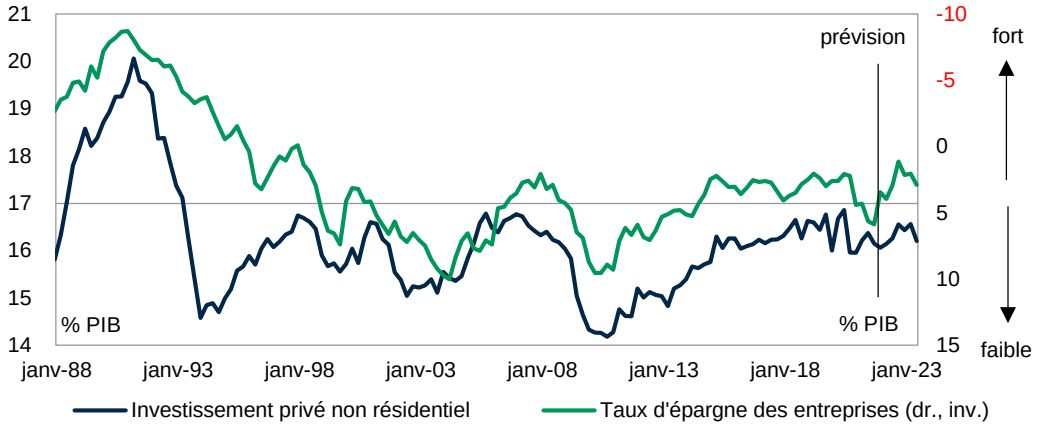
Dans le cadre de sa stratégie, le gouvernement continuera probablement à encourager les investissements dans les secteurs en croissance et à soutenir les ménages par le biais de programmes d'aide économique. La demande privée étant toujours inférieure à son niveau pré-Covid (moyenne de 2019), **il reste essentiel de maintenir des politiques accommodantes pour soutenir la demande intérieure face à un environnement extérieur moins favorable**.

L'inflation va passer sous l'objectif de 2%, puis réaccélérer vers ce niveau

Les principales mesures de l'inflation ont largement dépassé l'objectif de 2% fixé par la Banque du Japon (BoJ). Toutefois, l'essentiel des pressions haussières sur les prix est lié à des facteurs temporaires et non à une forte reprise de la demande intérieure. Le gouvernement et la BoJ estiment que l'économie japonaise n'a pas encore atteint son objectif d'inflation durablement stable à 2% et que des changements supplémentaires sont nécessaires pour modifier la tendance de l'inflation sous-jacente.

La principale cause de la déflation au Japon reste l'excès d'épargne des entreprises. Après l'effondrement de la bulle économique japonaise, le taux d'épargne des entreprises est devenu positif, une situation qui depuis lors a continué de peser très fortement sur la demande agrégée et, en retour, a renforcé les pressions déflationnistes structurelles. L'augmentation des dépenses d'investissement et le resserrement du marché du travail devraient atténuer l'excès d'épargne des entreprises et renforcer les pressions inflationnistes : le processus sera long.

Japon : taux d'épargne des entreprises et investissement privé



Sources : Crédit agricole CIB

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

Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	2,0%	1,2%
Inflation	3,9%	1,9%

L'inflation sous-jacente (hors produits frais et énergie) devrait commencer probablement à décélérer du second semestre 2023 au premier semestre 2024, lorsque le pic des pressions haussières liées à la hausse des prix à l'importation et à la montée des coûts sera dépassé. L'inflation sous-jacente passerait sous la cible de 2% de la BoJ au second semestre 2024. Nous tablons ensuite sur une réaccélération des prix à mesure que l'économie mondiale se redressera et que la demande intérieure se renforcera. La hausse des salaires devrait stimuler la demande intérieure et conduire le taux d'épargne des entreprises en territoire négatif, éliminant ainsi les pressions déflationnistes et renforçant les pressions inflationnistes. **L'inflation pourrait dépasser la cible de 2% de manière durable au cours de l'année 2026.**

Takuji AIDA – Arata OTO

PAYS ÉMERGENTS
Des perspectives satisfaisantes menacées par trois facteurs de risque

Panorama – Des perspectives satisfaisantes menacées par trois facteurs de risque

Chine – Nouvelles mesures de soutien

Brésil – Une économie résiliente, une inflation tenace et un objectif budgétaire peu réaliste

Inde – De la croissance, mais les vieux démons ne sont jamais loin

Des perspectives satisfaisantes menacées par trois facteurs de risque

Malgré le ralentissement de la croissance dans les pays développés, notre scénario de base prévoit une croissance dans les pays émergents satisfaisante (mais pas impressionnante). Mais le niveau élevé des incertitudes, essentiellement composées de trois facteurs de risque, induit un degré de conviction assez faible.

Trois grands facteurs de risque transversaux devraient façonner les perspectives des économies émergentes au cours des prochains trimestres.

Chine : stabilisation, mais la transition la plus importante n'est pas faite

Le premier concerne **la déception suscitée par la croissance chinoise**, qui a constitué l'un des principaux freins à la dynamique des pays émergents en début d'année. La grande question que se posent les marchés est la capacité de la Chine à soutenir (ou non) la croissance.

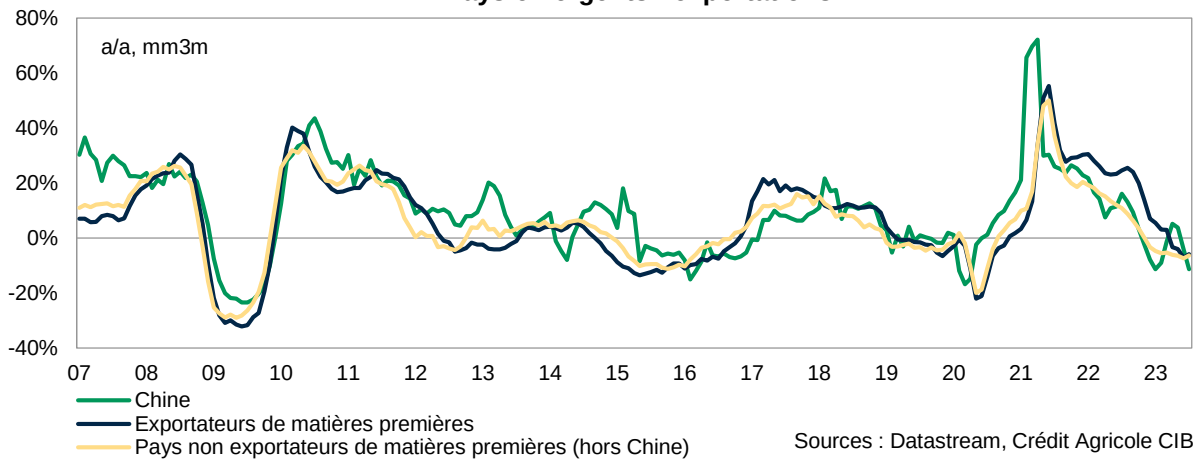
Notre scénario retient une stabilisation de la croissance chinoise à un niveau encore satisfaisant, quoique relativement faible. Les autorités chinoises ont mis en œuvre deux grands types de mesures au cours des derniers mois : elles ont, d'une part, assoupli très prudemment les conditions monétaires (notamment en abaissant récemment le taux de réserve obligatoire) et ont, d'autre part, ciblé fortement le secteur de l'immobilier, avec des mesures spécifiques visant à soutenir à la fois la demande et l'offre. Compte tenu de l'importance du secteur immobilier pour l'économie, pour le budget de l'État, pour le patrimoine des ménages et pour le climat de confiance, se concentrer sur ce secteur semble fondé.

Les données récentes suggèrent que ces mesures ont commencé à porter leurs fruits : les indices PMI se sont quelque peu améliorés, les ventes au détail se sont redressées en août (ce qui suggère une amélioration de la propension des consommateurs à dépenser) **et le yuan ne s'est qu'imperceptiblement déprécié depuis le mois d'août**.

Ces améliorations sont les bienvenues pour la Chine, mais aussi pour la confiance des investisseurs de la sphère émergente. Plus tôt dans l'année, les inquiétudes concernant la Chine ont en effet pesé sur l'appétit des investisseurs à l'égard des pays émergents : les signes de stabilisation devraient donc les rassurer quelque peu.

Cependant, **la transition de la Chine vers un nouveau modèle économique continue de poser de sérieuses difficultés**. Les améliorations économiques que nous évoquons apportent un peu plus de sérénité à court terme, mais ne résolvent pas les problèmes de nature plus structurelle : le rééquilibrage de la croissance de l'investissement vers la consommation reste très problématique. Il se heurte à un manque de confiance des consommateurs, sur fond de forte évolution de l'environnement économique et géopolitique au cours des dernières années (augmentation des incertitudes d'ordre sanitaire en raison du Covid, crise immobilière, chômage plus élevé et plus volatil, stratégies de diminution du risque remettant en cause le rôle joué par la Chine dans l'économie mondiale). Par ailleurs, les autorités chinoises, qui cherchent à maintenir l'endettement global de l'économie sous contrôle, continuent d'éviter les mesures de relance trop ambitieuses. Il est en outre peu probable que le gouvernement annule toutes les contraintes imposées au secteur privé, ce qui est également susceptible de limiter le dynamisme de l'économie. Dans ce contexte, **les tensions financières peuvent également alimenter la volatilité des marchés, avec deux**

Pays émergents : exportations



Sources : Datastream, Crédit Agricole CIB

points à surveiller plus particulièrement : le secteur immobilier et la dette des gouvernements régionaux.

Nous sommes donc relativement optimistes sur la croissance chinoise pour les prochains trimestres, mais les défis structurels auxquels la Chine est confrontée ne sont pas résolus. Au-delà du court terme, la tendance séculaire à la décélération de la croissance chinoise reste d'actualité.

Taux américains « plus élevés, plus longtemps »

Deuxième facteur de risque : **l'incertitude persistante quant à la trajectoire des taux d'intérêt américains**, qui **pourrait maintenir une contrainte spécifique sur la sphère émergente**. La Fed a relevé les taux des *Fed funds* de pas moins de 525 points de base depuis mars 2022 : d'autres hausses peuvent-elles intervenir ? La Fed laisse la porte ouverte à une nouvelle hausse plus tard cette année et, sa politique dépendant fortement de l'évolution des données, de nouvelles hausses ne peuvent être totalement exclues l'année prochaine. Or, le marché n'en anticipe pour l'instant pas et prévoit actuellement des baisses de taux directeurs à partir du troisième trimestre.

Des taux d'intérêt américains « plus élevés plus longtemps » maintiendraient les pays émergents sous pression, en particulier ceux dont la situation financière est fragile ou dont les banques centrales souhaitent baisser les taux directeurs pour soutenir l'activité économique

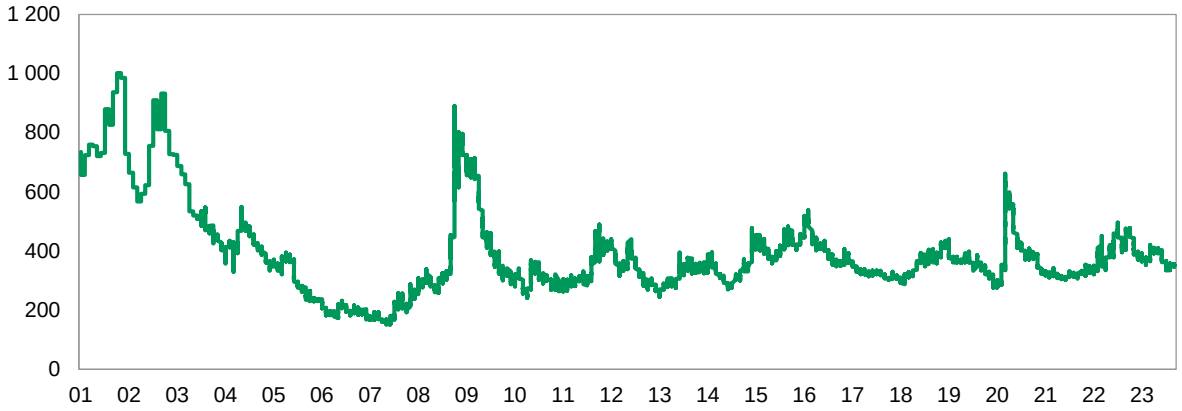
Il existe un risque majeur de révision à la hausse de ces prévisions. La résistance de l'économie américaine, combinée au contexte préélectoral américain qui prévaudra l'année prochaine et à une politique budgétaire raisonnablement favorable, suggère que la demande pourrait rester forte. Si cela se vérifie, la Fed pourrait se sentir seule dans sa lutte contre l'inflation, en particulier si les cours du pétrole continuent d'augmenter. Les taux américains pourraient rester élevés, voire plus élevés qu'actuellement, pendant plus longtemps : un tel environnement serait défavorable pour les marchés émergents. Tous les pays émergents ne sont pas égaux et certains sont franchement plus vulnérables que d'autres. Ceux qui présentent un déficit courant élevé, qui dépendent des financements extérieurs ou dont les banques centrales souhaitent abaisser les taux directeurs pour soutenir la dynamique économique sont parmi les plus fragiles.

Assouplissement monétaire sous contrainte

Troisième facteur de risque : **les contraintes qui pèsent sur l'assouplissement monétaire dans les pays émergents.** La désinflation s'est poursuivie dans la plupart des pays émergents au cours des derniers trimestres. De nombreuses banques centrales, en Europe centrale et en Amérique latine notamment, ont entamé des cycles de baisse des taux ou sont sur le point de les amorcer : un éventuel ralentissement de la désinflation est un risque. Premièrement, l'étroitesse des marchés du travail dans de nombreux pays pourrait alimenter les pressions inflationnistes liées à la demande. Deuxièmement, le récent rebond des cours de certaines matières premières (les cours du pétrole ont ainsi augmenté d'environ 30% depuis la mi-2023) pourrait limiter la baisse de l'inflation. **Une certaine incertitude entoure également l'évolution des prix des denrées alimentaires** : le prix du riz, en particulier, a grimpé en flèche après l'interdiction des exportations annoncée par l'Inde. L'Asie, où le riz joue un rôle plus important dans les habitudes alimentaires que dans le reste du monde, pourrait être confrontée à des pressions inflationnistes plus fortes. Troisièmement, la désinflation pourrait être ralentie par des coûts liés à des questions structurelles telles que la transition énergétique ou les politiques de relocalisation au niveau mondial.

La persistance des risques inflationnistes pourrait rendre les baisses des taux d'intérêt plus difficiles et limiter les avantages de l'assouplissement monétaire. Cela pourrait également poser un problème de crédibilité aux banques centrales qui décideraient de baisser les taux malgré les risques inflationnistes (et malgré le risque de change).

Indice EMBI+ (*spread* de crédit synthétique des pays émergents)



Sources : Datastream, Crédit Agricole CIB

Quelles perspectives de croissance ?

Si, dans un tel contexte, les perspectives de croissance des pays émergents ne sont pas impressionnantes, elles sont néanmoins satisfaisantes. En dépit des facteurs de risque précités, la croissance de la sphère émergente bénéficiera des baisses de taux directeurs, de la stabilisation de la croissance chinoise et même de la résistance de la demande américaine, si elle se confirme. Notre scénario table sur une croissance du PIB des pays émergents de 3,6% en 2023, un chiffre légèrement inférieur à celui de 2022 (3,8%). En dépit de la poursuite du ralentissement dans les économies développées, il retient ensuite une accélération limitée, à 3,9%, en 2024. Cela reste inférieur à la moyenne de long terme, mais traduit globalement **une certaine « résilience » de la demande intérieure**. Par ailleurs, certains des plus grands pays émergents, moins ouverts au commerce extérieur que la moyenne, pourraient afficher une croissance relativement forte malgré la faiblesse des exportations mondiales : l'exemple le plus évident est celui de l'Inde, qui devrait connaître une croissance de près de 6% l'an prochain. Enfin, **certains pays commencent à bénéficier de la diversification des investissements hors de Chine : c'est notamment le cas de l'Inde, de l'Indonésie ou du Vietnam**.

Des pays plus fragiles

Dans l'ensemble, les fondamentaux et la situation financière des pays émergents sont relativement satisfaisants, en particulier en Asie, mais aussi dans certains pays de la région Europe, Moyen-Orient, Afrique (EMEA) et dans une moindre mesure en Amérique latine, où le risque souverain reste plus important. Mais il y a des pays plus fragiles, qui pourraient rester sous pression si les taux américains restaient durablement élevés ou si les cours des matières premières augmentaient : notamment l'Argentine et l'Égypte. La Turquie entrait dans cette catégorie : elle reste vulnérable, mais le revirement vers une politique économique orthodoxe opéré par les autorités après la réélection de Tayyip Erdogan tend à la rendre un peu plus résiliente.

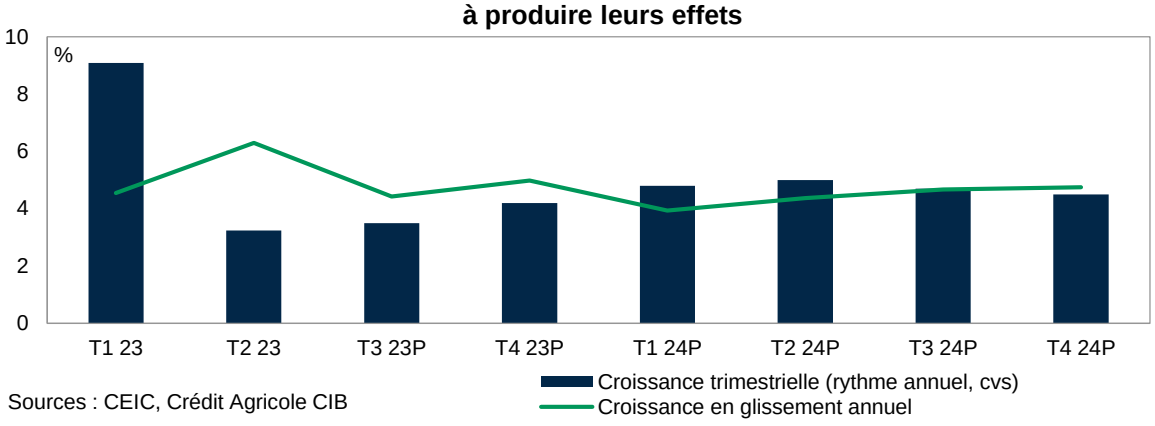
Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	3,6%	3,9%
Inflation	6,0%	4,2%

Sébastien BARBÉ

CHINE : NOUVELLES MESURES DE SOUTIEN

Après une brève amélioration au premier trimestre, les données économiques chinoises ont été globalement décevantes au cours des derniers mois. Les données macro-économiques du mois d'août ont cependant montré quelques timides signes d'amélioration, après une nouvelle intensification de la politique de soutien des autorités. Il est cependant encore trop tôt pour parler de franche reprise : le niveau de confiance reste faible dans le secteur privé et, alors que le secteur immobilier reste un frein important pour la croissance, le dernier assouplissement monétaire n'a pas encore eu d'impact positif notable sur les ventes de logements. Alors que la croissance ralentit, les annonces régulières de défauts de paiement pourraient continuer de peser sur les anticipations de croissance du marché et accroître les inquiétudes sur la stabilité du système financier chinois. Sur le plan extérieur, les facteurs géopolitiques et le niveau toujours élevé des taux américains et du dollar pourraient peser sur le sentiment des investisseurs vis-à-vis de la Chine.

Chine : une amélioration graduelle de la croissance est attendue dans les prochains trimestres, les mesures de relance commençant à produire leurs effets



Sources : CEIC, Crédit Agricole CIB

Un aspect positif est que les autorités ont montré leur volonté de mettre en œuvre davantage de mesures de soutien pour stabiliser l'économie. Elles n'adopteront toutefois pas de mesure drastique, afin d'éviter des effets secondaires à long terme qui pourraient aggraver les déséquilibres économiques structurels de la Chine et les problèmes d'endettement.

Nous prévoyons en conséquence une très légère reprise de la croissance séquentielle au second semestre 2023, après la chute à 3,2% au deuxième trimestre (chiffre annualisé, corrigé des variations saisonnières) : cela porterait la croissance chinoise à 5,1% pour l'année 2023. Pour 2024, la croissance annuelle ralentirait à nouveau, à 4,5%, mais, en termes séquentiels, elle serait en progression à partir de son niveau actuel, car la croissance cyclique devrait s'améliorer progressivement lorsque les effets des mesures de relance se feront sentir.

Le niveau modéré de l'inflation permet d'envisager davantage d'assouplissement monétaire

L'inflation reste très modérée, le dernier indice des prix à la consommation est sorti juste au-dessus de zéro, tandis que les prix à la production continuent de baisser. L'inflation globale et l'inflation sous-jacente ont probablement passé leur point bas, mais elles resteront probablement assez faibles et inférieures à leurs niveaux pré-Covid d'ici la fin de l'année et l'année prochaine. Dans le même temps, la baisse des prix à la production devrait ralentir, puis laisser finalement place à une hausse début 2024. Nous prévoyons une inflation de 0,4% et une inflation sous-jacente de 0,9% en 2023, puis 1,8% et 1,4% respectivement en 2024. Les prix à la production devraient baisser de 2,5% en moyenne en 2023 avant de rebondir de 1,1% en 2024.

Assouplissement de la politique sur plusieurs fronts, pas de relance « bazooka »

Le gouvernement va lancer de nouvelles mesures de soutien sur plusieurs fronts pour stabiliser les anticipations, raviver la confiance et stimuler la demande. Nous prévoyons un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire, probablement une nouvelle réduction de 10 points de base du taux de la facilité de prêt marginal *(Marginal Lending Facility*) par la banque centrale, la *People's Bank of China* (PBoC). Cela peut sembler faible, mais la banque centrale ne veut pas baisser les taux directeurs trop agressivement et trop rapidement afin d'assurer la stabilité du système bancaire et de conserver des marges de manœuvre. Pour certains domaines précis, tels que les prêts immobiliers, la baisse des taux serait beaucoup plus importante que celle des taux directeurs. Nous nous attendons à ce qu'il y ait davantage d'efforts consentis dans les restructurations des prêts bancaires finançant les grands travaux d'infrastructures[3], pour en réduire la charge financière. Il est également important que la PBoC utilise pleinement, voire étende, ses facilités de refinancement pour soutenir les principaux projets d'infrastructures, faciliter la bonne fin des projets immobiliers et inciter les banques à prêter davantage.

Sur le plan budgétaire, les dépenses de la Chine ont été mesurées, en dépit des problèmes de croissance, et le déficit budgétaire enregistré depuis le début de l'année est plus faible que prévu. Cela laisse à la Chine des marges de manœuvre pour augmenter ses dépenses budgétaires, d'autant plus que la confiance du secteur privé reste faible. Pékin pourrait notamment accroître ses dépenses quasi budgétaires par l'intermédiaire de ses banques publiques d'investissement, afin de soutenir l'investissement dans les industries et les infrastructures-clés. D'autres possibilités seraient d'augmenter le déficit au-dessus de 3% du PIB ou d'émettre des obligations d'État spéciales à dix ans pour stimuler la consommation et financer les investissements.

Sur le plan extérieur, les facteurs géopolitiques et le niveau toujours élevé des taux américains et du dollar pourraient peser sur le sentiment des investisseurs vis-à-vis de la Chine.

Une des priorités de la politique économique, cruciale pour la stabilisation de la croissance chinoise, consisterait à mettre résolument fin à la spirale baissière auto-entretenue de l'immobilier, qui n'a que trop duré. La Chine a récemment intensifié ses mesures de soutien au secteur immobilier, mais cela n'a pas eu d'effet positif notable sur les ventes de logements pour l'instant. Nous nous attendons à ce que de nouvelles mesures d'assouplissement soient adoptées afin d'alléger ou de supprimer les restrictions existantes. La Chine renforcera probablement son soutien budgétaire et ses facilités de liquidités pour les promoteurs et pour les financements de projets, afin de stabiliser le secteur de la construction.

Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	5,1%	4,5%
Inflation	0,4%	1,8%

Risques à surveiller

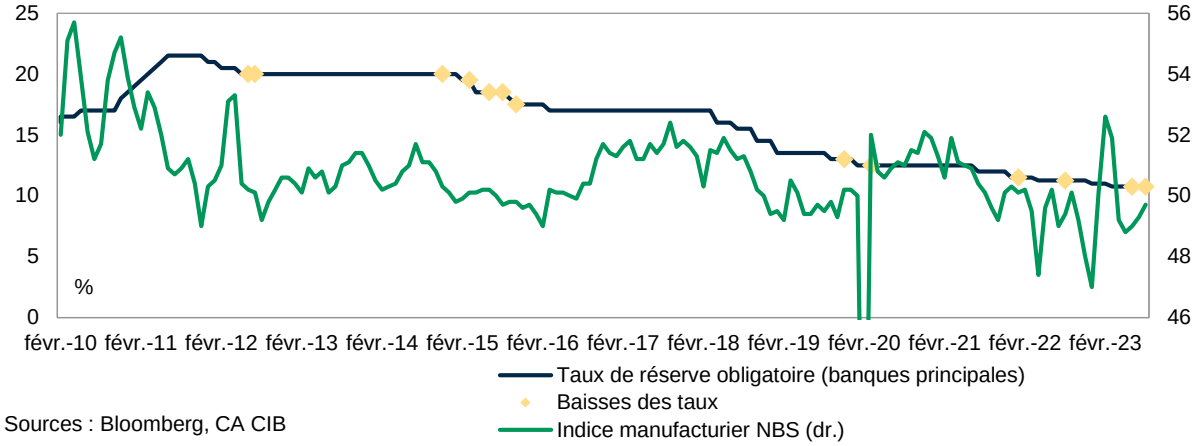
À court terme, le principal point à surveiller est la manière dont la Chine va gérer la stabilisation du secteur immobilier et l'élimination des risques liés à la dette des gouvernements locaux. Le risque d'une crise financière induite par la dette reste faible à

[3] Prêts mis en place dans le cadre des *local government financing vehicles* ou LGFV

court terme. Mais, si la Chine n'était pas suffisamment énergique dans ses mesures contra-cycliques et ses réformes du marché pour stabiliser les anticipations de croissance et rétablir la confiance, une faiblesse prolongée de la demande et une correction du secteur immobilier auraient un impact négatif durable sur la croissance.

Xiaojia ZHI

Chine : la banque centrale peut encore assouplir sa politique monétaire



Sources : Bloomberg, CA CIB

BRÉSIL : UNE ÉCONOMIE RÉSILIENTE, UNE INFLATION TENACE ET UN OBJECTIF BUDGÉTAIRE PEU RÉALISTE

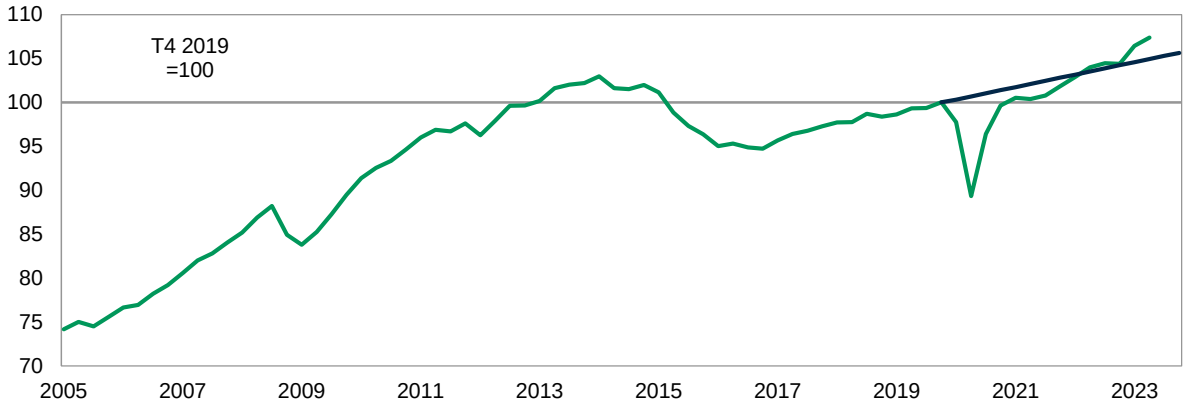
La résilience de l'économie et la persistance de l'inflation contraignent la banque centrale à rester sur ses gardes

La reprise économique a été étonnamment forte au Brésil et la croissance y dépasse largement sa tendance pré-Covid. L'essor de l'agriculture, stimulé par des récoltes exceptionnelles, a été l'un des principaux moteurs de la croissance des exportations, ce qui a soutenu la croissance des salaires. La croissance des salaires réels, actuellement de l'ordre de 4%, alimente la consommation.

Cette résilience et l'*output gap* positif qui en résulte ont été au centre des préoccupations de **la banque centrale** (la BCB pour *Banco Central do Brasil*), **l'une des premières banques centrales émergentes à entamer un cycle d'assouplissement monétaire dès cette année**. Commentant leur dernière décision (réduction du taux Selic de 50 points de base à 12,75%), les membres du comité de politique monétaire de la BCB ont indiqué que « d'autres baisses de même ampleur lors des prochaines réunions » pourraient avoir lieu, car « ce rythme est approprié pour maintenir la politique monétaire restrictive nécessaire au processus désinflationniste ».

L'augmentation de l'inflation à 5,0% en glissement annuel au cours de la première moitié de septembre (contre 4,2% et 3,2% au cours des deux périodes précédentes) **combinée au ton *hawkish* des *minutes* accompagnant la dernière décision de politique monétaire, a considérablement réduit les chances d'une accélération de l'assouplissement monétaire.**

Brésil : croissance du PIB



Sources : FRED, FMI, Crédit Agricole CIB

L'essor de l'agriculture, stimulé par des récoltes exceptionnelles, a été l'un des principaux moteurs de la croissance des exportations.

Nous avons donc légèrement révisé nos prévisions **:** le Selic terminera l'année 2023 à 11,75% (contre 11,25% précédemment) et l'année 2024 à 9,25% (contre 8,25% précédemment). Cela laisserait la politique monétaire en territoire légèrement restrictif, puisque l'inflation converge vers la fourchette cible de 3% +/-1,5% pour 2024 et compte tenu du fait que la BCB évalue le taux neutre à 4,5%.

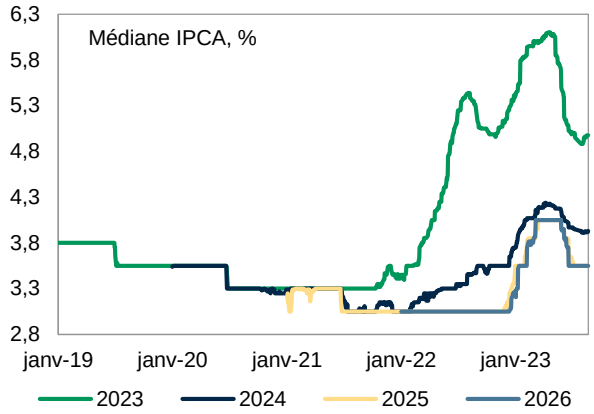
Fiscalité : les promesses et la réalité

Suite à l'approbation de la nouvelle règle budgétaire par le Congrès, l'attention s'est portée sur la capacité du gouvernement à atteindre l'objectif d'un solde primaire nul en 2024. Bien que le gouvernement ait présenté de multiples mesures pour équilibrer le budget, la communauté des investisseurs continue de douter de leur efficacité et s'interroge sur la probabilité de leur approbation par le Congrès. De fait, **la trajectoire de la dette basée sur les résultats de l'enquête hebdomadaire de la banque centrale suggère une détérioration significative des finances publiques, bien loin de la trajectoire plus soutenable basée sur les objectifs du gouvernement**.

Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	3,0%	1,5%
Inflation	5,1%	4,0%

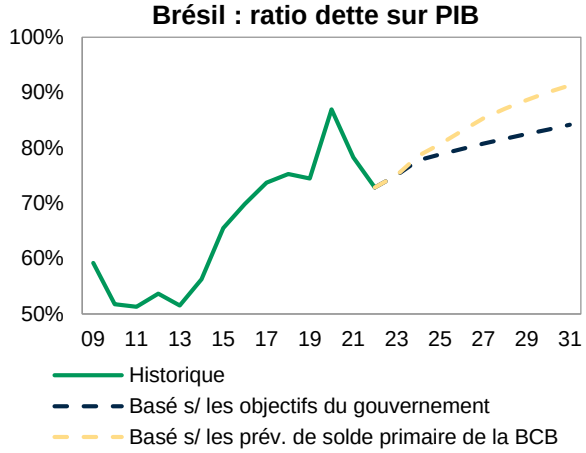
Olga YANGOL

Brésil : anticipations d'inflation



Sources : BCB, Crédit Agricole CIB

Brésil : ratio dette sur PIB



Sources : BCB, Crédit Agricole CIB

INDE : DE LA CROISSANCE, MAIS LES VIEUX DÉMONS NE SONT JAMAIS LOIN

La « crise de la tomate » qu'a traversé l'Inde en juillet rappelle encore une fois l'extrême vulnérabilité du pays aux dérèglements climatiques et à la hausse des prix alimentaires qui peut en découler. Alors que des pluies diluviennes et des attaques de nuisibles avaient détruit une grande partie des récoltes, l'indice des prix à la consommation, constitué à 50% de produits alimentaires, a brutalement accéléré, passant de 4,9% à 7,4% en glissement annuel entre juin et juillet.

C'est toujours de la consommation des ménages que viendra l'essentiel de la croissance.

Le calme est revenu en août sur le marché de la tomate, mais les inquiétudes autour de l'oignon ou de céréales comme le blé ou le riz ne sont pas éteintes. Là est tout le paradoxe de l'Inde, qui accueillait début septembre « son » sommet du G20 dans une ville de Delhi vidée et débarrassée pour l'occasion de ses signes de pauvreté les plus visibles.

Une croissance bien orientée, toujours tirée par la demande

La croissance indienne va se poursuivre : après 6,7% en 2022, elle devrait légèrement ralentir pour se situer autour de 6% en 2023. Dans tous les cas, au jeu des comparaisons de chiffres avec la Chine, l'Inde devrait durablement prendre l'avantage. Les pressions inflationnistes vont cependant peser sur la croissance du troisième trimestre, malgré les interventions du gouvernement pour bloquer certains prix, et l'inflation devrait se situer autour de 5,8% à la fin de l'année. Pour autant, c'est toujours de la consommation des ménages que viendra l'essentiel de la croissance. Les ventes de deux roues et de voitures, reflet du niveau de la demande indienne, continuent par exemple d'enregistrer une croissance à deux chiffres.

Du côté du commerce extérieur, l'Inde connaît comme la plupart des pays asiatiques un ajustement de sa balance commerciale, lié au ralentissement de la demande mondiale. Le niveau des exportations, qui atteignait en août 405 milliards de dollars sur douze mois, demeure supérieur à l'avant Covid (en moyenne, 325 milliards de dollars sur douze mois), tout comme celui des importations (660 milliards sur douze mois, contre 400 milliards avant le Covid), renchéri par les prix de l'énergie. Le déficit commercial indien dépasse donc toujours les 250 milliards de dollars, même s'il s'est légèrement résorbé ces derniers mois, grâce à la baisse du prix du pétrole au premier semestre.

Qu'attendre du policy-mix ?

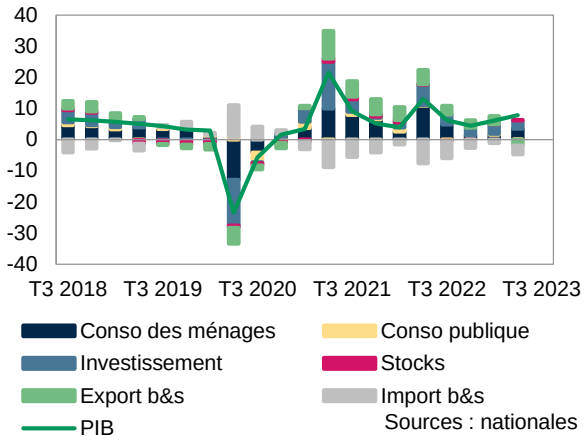
Après une phase de dépréciation entre 2021 et 2022, surtout liée à l'appréciation du dollar face à l'ensemble des autres devises, la roupie indienne s'est stabilisée autour de 83 roupies pour un dollar et ce, malgré l'accélération de l'inflation cet été. Confrontée à une inflation essentiellement conjoncturelle et sans conséquence sur le change, **la banque centrale indienne a décidé de maintenir inchangé son taux directeur à 6,5%** afin de ne pas pénaliser l'activité. Le retour à une politique monétaire plus accommodante ne devrait pas se matérialiser avant la fin du premier trimestre 2024.

Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	6,1%	5,8%
Inflation	5,8%	4,0%

Quant au budget 2023-2024, il cible un déficit à 5,9% du PIB, légèrement consolidé par rapport aux 6,4% de l'année fiscale précédente. Avec un accent mis sur la défense et le développement des transports, l'heure n'est pas encore à la réduction des dépenses : les prochaines élections législatives auront lieu au printemps 2024.

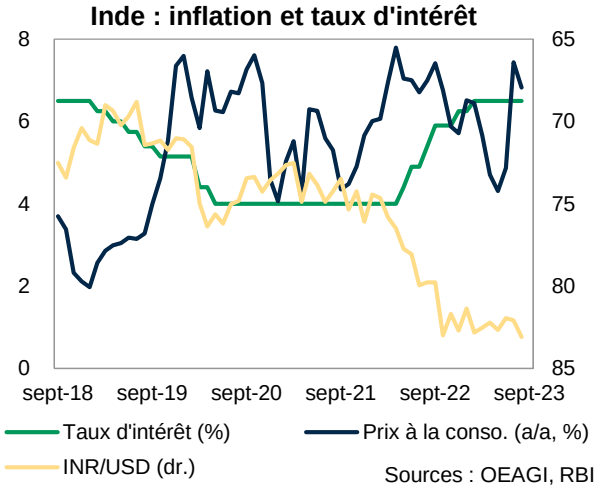
Sophie WIEVIORKA

Inde : contributions à la croissance



Sources : nationales

Inde : inflation et taux d'intérêt



Sources : OEAGI, RBI

SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Après s'être fait attendre, la remontée des cours pique

Gaz – Sobriété an II

Pétrole – Après s'être fait attendre, la remontée des cours pique

La dernière réduction de production initiée par l'Arabie saoudite est la cause principale de la hausse du prix du pétrole cet été. En l'absence d'offre concurrente, l'OPEP+ reste maître des cours du pétrole.

La décision unilatérale de l'Arabie saoudite de réduire davantage sa production d'un million de barils par jour à partir de juillet dernier est particulièrement efficace. Généralement, la production saoudienne augmente pendant l'été afin de faire face à l'augmentation saisonnière pouvant atteindre 500 000 barils par jour de la demande des centrales thermiques du royaume wahhabite. Le marché s'est donc retrouvé privé de 1,5 million de barils cet été, provoquant ainsi un choc sur le marché de l'offre et la forte hausse du pétrole (+24% entre juin et septembre pour le Brent). Gagnante sur le plan budgétaire (la baisse de production de 10% étant compensée par la hausse de 24% du prix du pétrole), c'est donc sans surprise que l'Arabie saoudite prolonge cette réduction jusqu'à la fin de l'année.

À court terme, l'annonce par la Russie de réduction de ses exportations de produits pétroliers pourrait accentuer les pressions inflationnistes des cracks sur les prix des carburants à la pompe.

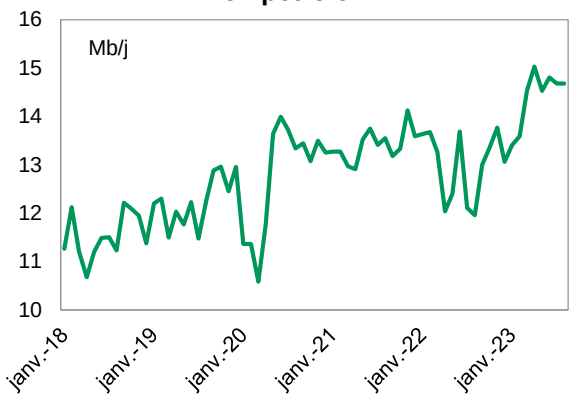
Les États-Unis ne semblent plus être en mesure de compenser les réductions de production organisées par l'OPEP+ qui assure à l'Arabie saoudite et à son principal allié, la Russie, le contrôle du marché pétrolier. Les États-Unis ont mis un terme aux tirages dans leurs réserves stratégiques qui avaient permis de soulager le marché à hauteur de 800 000 barils par jour pendant l'été 2022. La production de pétrole de roche-mère du sud des États-Unis n'affiche plus le dynamisme dont elle a témoigné au cours des années 2014 et 2019. Le rythme de croissance annuelle de la production de pétrole brut du bassin permien est aujourd'hui trois fois plus faible qu'en 2018.

Notre scénario pour 2024 se base sur une augmentation de la production saoudienne d'un million de barils par jour et une faible croissance de la production américaine de pétrole, qui devrait donc juste compenser une hausse prévue de la demande d'un million de barils par jour. Le marché devrait donc rester tendu en 2024 avec des prix du pétrole proches de ceux que le monde endure aujourd'hui. L'augmentation des cracks[4], constatée depuis le début du second semestre 2023, pourrait se prolonger sur le reste de l'année 2023 et début 2024. À court terme, l'annonce par la Russie d'une réduction de ses exportations de produits pétroliers pourrait accentuer les pressions inflationnistes des cracks sur les prix des carburants à la pompe. **Notre scénario projette un prix du pétrole de 95 dollars par baril en moyenne sur 2024.** Cette hausse des prix du pétrole de 10 dollars par baril entre 2023 et 2024 pourrait cependant être plus importante dans l'hypothèse de reconduite des coupes saoudiennes ou de réduction supplémentaire de l'offre.

	Prix moyen du pétrole par baril
T3 2023	86 $
2024	95 $

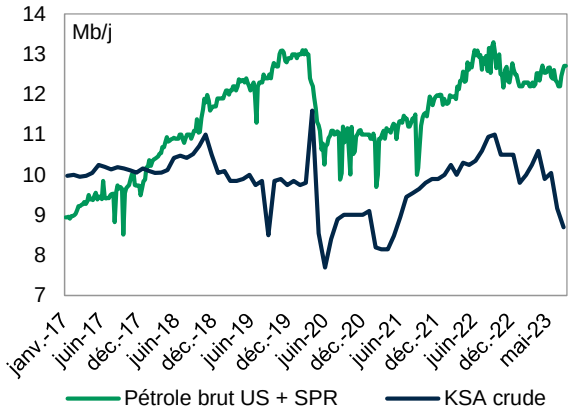
Stéphane FERDRIN

Demande apparente chinoise en pétrole



Sources : Crédit Agricole S.A./ ECO

Production de pétrole brut



Sources : EIA, Crédit Agricole SA/ECO

[4] Différence entre le prix des produits pétroliers à la sortie des raffineries et le prix du pétrole à l'entrée des raffineries.

Gaz – Sobriété an II

Le deuxième hiver après l'interruption brutale des flux de gaz naturel russe vers l'Europe pourrait bien ressembler au premier sous réserve, toutefois, que les conditions climatiques restent clémentes.

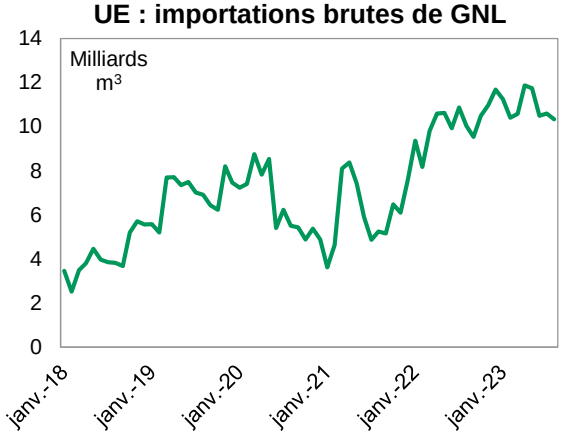
L'Europe va passer son deuxième hiver privée du gaz de Gazprom. Ce deuxième hiver inquiète désormais moins. L'expérience de l'hiver dernier a montré que, dans des conditions climatiques clémentes, la sobriété des consommateurs en gaz naturel permettait au marché mondial du gaz naturel de retrouver un équilibre, malgré la perte de la majorité des exportations de gaz russe.

Un hiver plus rigoureux que l'année dernière pourrait avoir comme conséquence une augmentation des prix du gaz naturel nécessaire pour dérouter le GNL d'Asie vers l'Europe.

En dépit d'une légère reprise des importations de gaz naturel liquéfié (GNL) en Asie, **l'Union européenne a maintenu ses niveaux d'importation de GNL cet été avec 10,5 milliards de m³ importés en moyenne chaque mois**, soit presque autant que l'hiver dernier. L'Europe a bénéficié d'un bon rendement des énergies renouvelables, d'une meilleure disponibilité des réacteurs nucléaires français et des centrales hydrauliques, permettant ainsi de réduire l'appel aux centrales thermiques au gaz naturel cet été par rapport à l'été dernier. Avec une activité industrielle des secteurs grands consommateurs de gaz naturel (raffineries, pétrochimie et engrais) qui ne reprend toujours pas, la consommation du secteur industriel reste encore inférieure aux niveaux historiques.

Importations de GNL et sobriété permettent à l'Union européenne de remplir ses stocks souterrains de gaz naturel à 90% de leurs capacités avec près de deux mois d'avance par rapport à l'année dernière. Si le bon niveau des stocks rassure, il faudra encore se montrer sobre pendant le prochain hiver. Un hiver plus rigoureux que l'année dernière pourrait avoir pour conséquence une augmentation des prix du gaz naturel nécessaire pour dérouter le GNL d'Asie vers l'Europe. L'Asie devrait continuer de s'effacer au bénéfice de l'Europe en cas de fortes hausses du prix du gaz naturel. En effet, sur les deux premiers mois de l'été et malgré des prix du gaz naturel inférieurs à ceux de l'année dernière, l'Inde et la Chine continuent de privilégier leurs centrales à charbon pour leur production d'énergie électrique. **On peut logiquement s'attendre à ce que les logiques d'arbitrage en faveur du charbon persistent en Asie cet hiver et sur le reste de l'année 2024.**

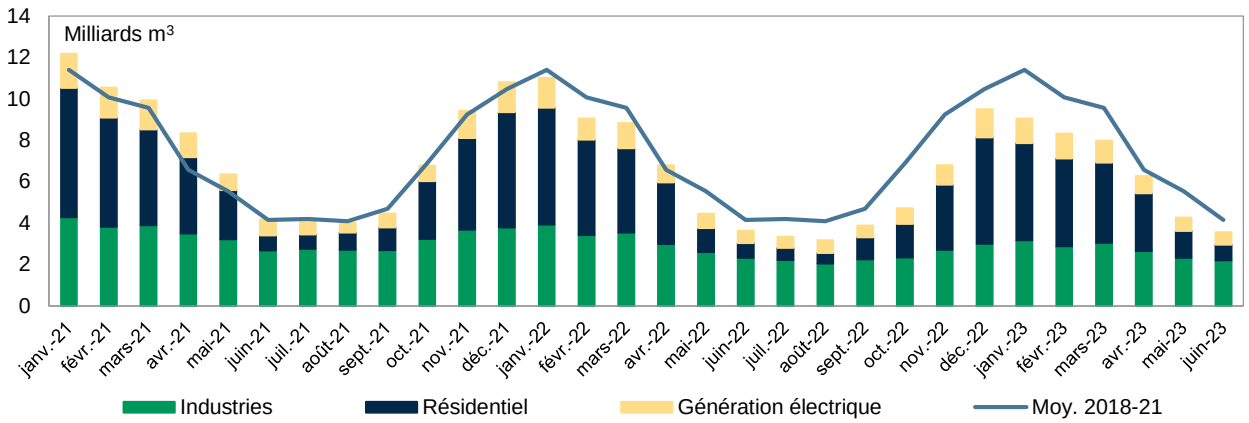
UE : importations brutes de GNL



Source : Crédit Agricole S.A.

Stéphane FERDRIN

Allemagne : demande de gaz naturel



Sources : Bundesnetzagentur, Destatis, Crédit Agricole SA/ECO

MARCHÉS

Politique monétaire – Ne surtout pas baisser la garde

Taux d'intérêt – Scénarios de baisse : de probable à prématuré

Taux de change – Le dollar ne cesse de sourire

Politique monétaire – Ne surtout pas baisser la garde

À l'issue de resserrements monétaires massifs, et bien que toujours éloignées de leurs cibles d'inflation, les banques centrales ont opté pour le mode « pause ». Hors surprise désagréable sur l'inflation et resserrement supplémentaire, cette pause se prolongerait, maintenant les taux directeurs à des niveaux élevés.

RÉSERVE FÉDÉRALE : DES TAUX PLUS ÉLEVÉS, PLUS LONGTEMPS

En décidant de maintenir la fourchette des *Fed funds* inchangée à 5,25-5,50% lors du FOMC de septembre, la Fed est restée en mode pause pour la deuxième fois cette année. Cette décision, largement « télégraphiée » avant la réunion, n'a pas surpris. C'est la mise à jour du *dot plot*, qui s'est révélé plus *hawkish* que prévu, qui a constitué le fait le plus marquant. La médiane 2023 a certes été maintenue à 5,625% (ce qui suggère une nouvelle hausse au quatrième trimestre 2023), mais les médianes 2024 et 2025 ont également été revues à la hausse : la nouvelle médiane 2024 s'établit désormais à 5,125%, ce qui suggère une baisse de seulement 50 points de base l'année prochaine, contre 100 points de base dans le *dot plot* du mois de juin.

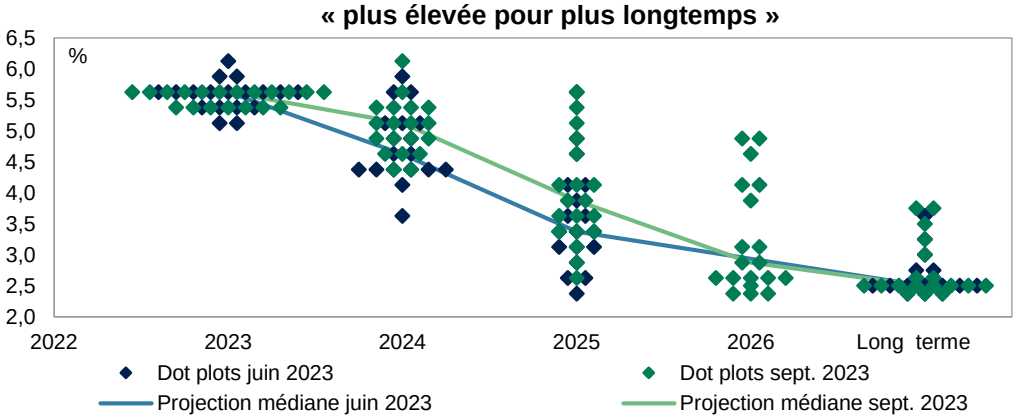
Avec ce *dot plot*, la Fed exprime clairement son orientation vers des taux directeurs « plus élevés, plus longtemps ». Les taux resteront élevés pendant un certain temps, mais, à la différence de ce que suggère le *dot plot*, une dernière hausse en 2023 nous paraît peu probable. Tout d'abord, le *dot plot* est utilisé, au moins en partie, pour faire passer des messages : en l'occurrence, la Fed continue de se montrer délibérément *hawkish* afin d'éviter un assouplissement non souhaité des conditions financières, lequel lui compliquerait la tâche. Par ailleurs, les nouvelles prévisions économiques de la Fed, qui tablent sur un atterrissage en douceur et une dégradation minime du marché du travail, semblent trop optimistes.

Le* dot plot *est utilisé, au moins en partie, pour faire passer des messages.

Par conséquent, un ralentissement plus marqué à partir du quatrième trimestre 2023 pourrait conduire la Fed à opter pour un *statu quo* jusqu'à la fin de l'année 2023. Notre scénario central continue de tabler sur une pause monétaire se prolongeant sur une grande partie de l'année 2024. L'inflation totale et l'inflation sous-jacente devraient passer sous la barre des 3% au deuxième trimestre 2024 : cela devrait conduire à une première baisse des taux directeurs en juin 2024 (près d'un an après la dernière hausse), puis à deux baisses supplémentaires de 25 points de base, en septembre et en décembre, abaissant la borne supérieure des *Fed funds* à 4,75% fin 2024. Les risques restent toutefois majoritairement orientés vers une évolution plus *hawkish* : une nouvelle hausse au quatrième trimestre 2023 ne peut être exclue, suivie d'une première baisse n'intervenant qu'après juin 2024.

Nicholas VAN NESS

Le *dot plot* de septembre illustre la position « plus élevée pour plus longtemps »



Sources : Réserve fédérale, Crédit Agricole CIB

BCE : LA FIN DU COMMENCEMENT

La BCE a parcouru l'essentiel du chemin dans sa lutte contre l'inflation. Non seulement, après une hausse de 450 points de base de ses taux en un peu plus d'un an, elle est désormais clairement en territoire restrictif, mais encore, les effets de son resserrement monétaire se font (enfin) sentir dans l'économie de la zone euro.

Dans ce cadre, la BCE devrait maintenir ses taux à leur niveau actuel (4% pour le taux de dépôt, 4,5% pour le taux de refi et 4,75% pour le taux de facilité marginale) **au cours des prochains mois.** Une nouvelle hausse ne peut pas être exclue, si l'inflation devait se montrer plus résistante qu'anticipé, notamment à moyen terme ; en effet, si un déclin rapide est attendu au cours des prochains mois (l'inflation tomberait de plus de 5% à la fin de l'été à 3% en fin d'année), il n'est pas exclu qu'elle reste ensuite, de manière persistante, au-delà de 2%, ce qui pourrait contraindre la BCE à aller plus loin dans son resserrement.

Dans tous les cas, la BCE devrait conserver des taux élevés au moins jusqu'à la fin de l'été 2024. À partir de septembre 2024, lorsque l'inflation à moyen terme (dans les quinze à dix-huit prochains mois) sera estimée proche de 2%, la BCE pourra alors commencer à converger de nouveau vers son taux neutre (que nous estimons autour de 2,5%), en baissant graduellement ses taux.

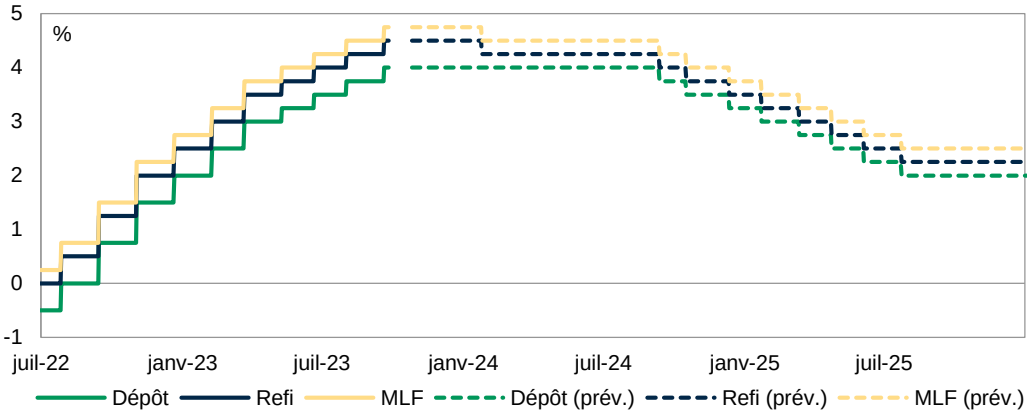
La BCE a parcouru l'essentiel du chemin dans sa lutte contre l'inflation.

Les autres outils de politique monétaire devraient continuer d'avoir un impact limité sur le degré de restriction monétaire. Les remboursements de TLTRO, bien que réduisant significativement l'excédent de liquidité, n'ont pas entraîné de tensions particulières pour le système bancaire, tandis que la réduction du *quantitative easing* (QE) – très graduelle – a très peu d'impact sur le marché des taux souverains.

Dans ce contexte, la BCE pourrait décider d'accélérer son *quantitative tightening* en cessant ses réinvestissements dans le *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) au début de l'année 2024 bien que, dans sa communication actuelle, elle envisage de poursuivre ces réinvestissements jusque fin 2024.

Louis HARREAU

Taux de la BCE



Sources : BCE, Crédit Agricole CIB

BANQUE D'ANGLETERRE : AU SOMMET ?

La *Bank of England* (BoE) a marqué le pas depuis notre dernier scénario en juillet : après la hausse surprise du taux de base de 50 points de base en juin, le rythme de resserrement a été ralenti à 25 points de base en août, avant d'être mis sur pause en septembre. Ces décisions ont été largement fonction du flux de données économiques « au jour le jour », en particulier celles de l'inflation. En revanche, **en septembre, un changement significatif est apparu.** Une majorité de membres du comité de politique monétaire se sont, en effet, montrés plus attentifs à la sphère réelle. Les *minutes* ont souligné un affaiblissement dans le secteur immobilier et, plus généralement, dans les enquêtes auprès des entreprises. Fait notable, la BoE a noté que la décision de ne pas monter les taux était le résultat d'un arbitrage « finement équilibré » : équilibre entre le risque de ne pas faire assez, alors que les pressions inflationnistes peuvent continuer de persister, et celui de ne pas prendre suffisamment en compte le fait que le resserrement monétaire passé n'a pas encore produit tous ses effets sur l'activité et sur l'inflation. Cela

suggère une fonction de réaction probablement plus sensible aux signes d'affaiblissement de l'économie qu'on ne le pensait jusqu'à présent.

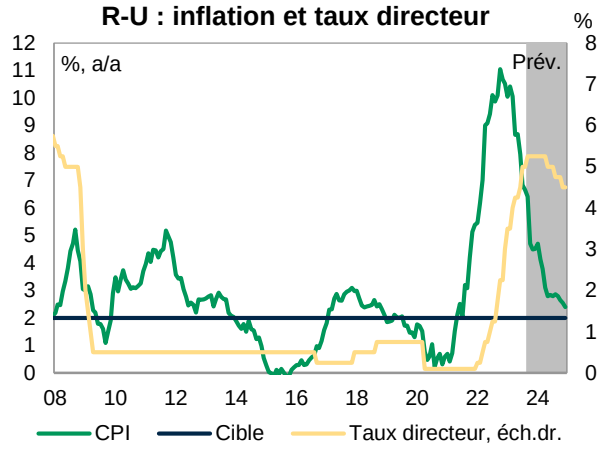
Alors, est-on « près du sommet du cycle » (pour citer le gouverneur de la BoE, Andrew Bailey) ou déjà au sommet de celui-ci ? Le guidage des anticipations est demeuré inchangé : « d'autres relèvements de taux seraient requis, s'il y avait des signes de pressions inflationnistes persistantes ». La BoE considère qu'un risque haussier entoure encore ses prévisions d'inflation, mais qu'il a diminué depuis le mois de mai. En particulier, les indicateurs de consommation des ménages résistent et les revenus réels ont commencé à croître de nouveau. Le marché du travail est encore tendu et la croissance des salaires a surpris à la hausse. L'inflation sous-jacente pourrait donc encore réserver de mauvaises surprises. Une autre hausse de taux n'est donc pas exclue lors de la prochaine réunion en novembre, mais sa probabilité a diminué.

Notre scénario central est compatible avec le maintien des taux inchangés dans les prochains mois. Il table sur une chute rapide du taux d'inflation des prix à la consommation vers 4,5% en décembre 2023 et à 2,5% fin 2024 (respectivement, 5,3% et 2,8% pour l'inflation sous-jacente).

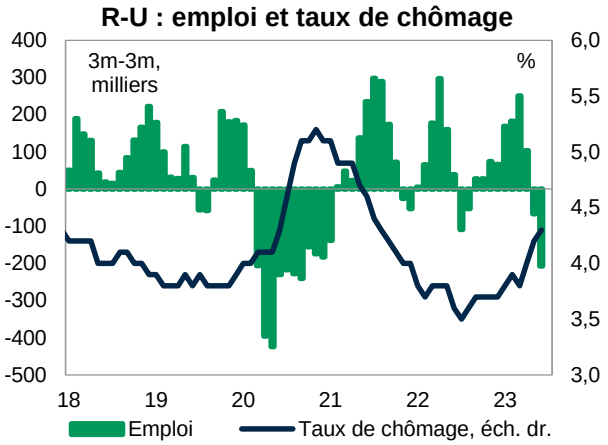
La BoE considère qu'il y a encore un risque haussier entourant ses prévisions d'inflation, mais que ce risque a diminué depuis le mois de mai.

Par ailleurs, nos prévisions de croissance ont été revues à la baisse et intègrent à présent une légère récession au second semestre avec un taux de chômage augmentant plus fortement que prévu précédemment (à 4,7% d'ici la fin de l'année, au-dessus du taux de chômage d'équilibre de long terme, ce qui serait conforme à l'ouverture de capacités non-utilisées dans l'économie). **Notre scénario plaide en faveur d'une baisse de taux plus précoce qu'anticipé trois mois plus tôt** : nous avançons celle-ci au deuxième trimestre 2024 (*versus* au troisième trimestre 2024 dans le précédent scénario).

Slavena NAZAROVA



Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

BANQUE DU JAPON : PAS DE RESSERREMENT MONÉTAIRE AVANT 2025

L'inflation ayant dépassé la cible de 2% de la Banque du Japon (BoJ), les marchés estiment que la banque centrale pourrait ajuster sa politique dans les prochains mois. Mais le risque d'un ralentissement économique mondial, la persistance de pressions déflationnistes structurelles et l'engagement du gouvernement à maintenir la stratégie des *Abenomics* devraient conduire la BoJ à maintenir le *statu quo* en 2023 et en 2024.

La BoJ maintient son analyse selon laquelle « de très forts facteurs d'incertitude entourent l'activité économique et les prix au Japon, notamment l'évolution de l'activité économique et des prix à l'étranger, l'évolution des prix des matières premières et le comportement des entreprises japonaises en matière de fixation des salaires et des prix ». En outre, selon la BoJ, sur fond de progression des salaires, l'inflation n'atteindra toujours pas l'objectif de 2%.

L'objectif de la BoJ est de créer un environnement permettant d'atteindre une inflation stable de 2% à horizon de deux ans

Alors que le gouvernement s'apprête à mettre en œuvre une nouvelle série de mesures de relance d'ici la fin de l'année, le risque de voir l'inflation ne pas atteindre 2% en raison d'un resserrement prématuré est plus important que le risque de voir l'inflation rester au-dessus de 2% en raison d'une absence de resserrement monétaire.

Sous la direction de son gouverneur, Kazuo Ueda, la BoJ cherche à créer un environnement permettant certes d'atteindre l'objectif d'inflation de 2% mais à horizon de deux ans, soit en avril 2025. Ainsi, à moins que l'inflation, boostée par la croissance des salaires, n'atteigne des niveaux beaucoup plus élevés qu'aujourd'hui, **la BoJ maintiendra probablement ses mesures d'assouplissement monétaire actuelles jusqu'en 2025**.

En termes de stratégie, la BoJ semble être prête à resserrer sa politique monétaire avec un cycle de retard sur les autres grandes banques centrales, afin de s'assurer que l'économie japonaise sorte complètement de la déflation et que se mette en place un contexte inflationniste alimenté par des hausses salariales régulières et une forte reprise de la demande intérieure.

En termes de stratégie, la BoJ semble être prête à resserrer sa politique monétaire avec un cycle de retard sur les autres grandes banques centrales.

La BoJ semble vouloir atteindre la cible des 2% d'inflation lorsque la reprise économique mondiale se concrétisera : on compte plutôt en années. Elle ne devrait ainsi commencer à normaliser sa politique monétaire qu'après avoir prévu une inflation de 2% en 2026 et 2027, *a priori* en avril 2025, à l'occasion de la publication de son rapport trimestriel sur l'inflation.

Si d'ici avril 2025 la BoJ ne parvient pas à son objectif d'inflation à 2%, elle envisagera probablement de mettre en œuvre une nouvelle stratégie lui permettant de poursuivre l'assouplissement monétaire tout en minimisant les possibles effets secondaires, en s'appuyant sur les résultats du réexamen général de sa politique monétaire récemment annoncé. La politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC – *Yield Curve Control*) devrait être ajustée dans deux ans, sous une forme ou une autre, quelle que soit l'évolution de l'inflation.

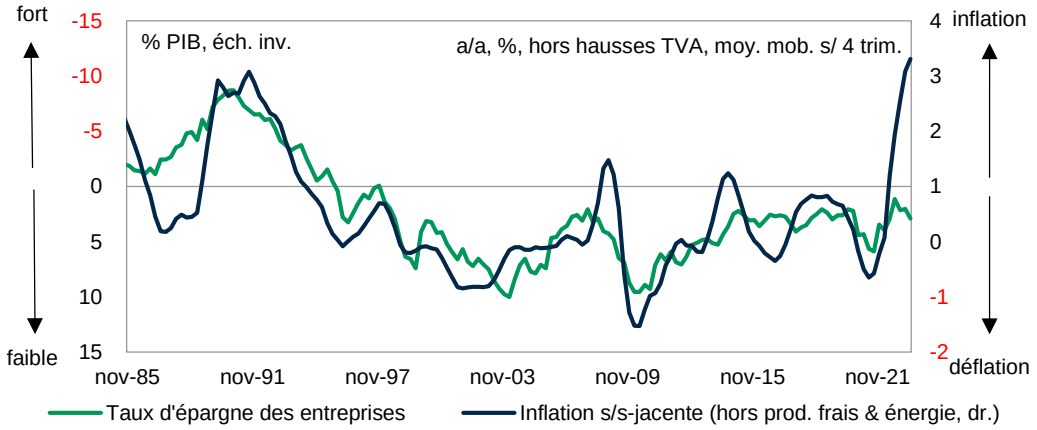
Un ajustement du YCC pourrait intervenir en cas de renforcement des pressions haussières sur les rendements obligataires mondiaux

Notre principal scénario est inchangé : si l'économie américaine ralentit, la Fed arrêtera de relever ses taux directeurs au cours des prochains mois (nous n'attendons d'ailleurs plus de hausse des taux de la Fed) et les marchés s'attendent à de possibles baisses des taux directeurs en 2024. Dans un tel contexte, les pressions haussières sur les taux obligataires mondiaux seraient limitées. Lorsque les marchés commenceront à anticiper un possible ralentissement économique et des baisses de taux par les principales banques centrales, les pressions baissières sur les rendements obligataires mondiaux donneront probablement à la BoJ la possibilité de maintenir sa politique actuelle de contrôle de la courbe des taux.

On ne peut toutefois pas exclure un scénario alternatif dans lequel l'économie américaine serait plus forte que prévu et les marchés cesseraient de tabler sur des baisses des taux de la Fed : un renforcement des pressions haussières sur les rendements obligataires pourrait alors obliger la BoJ à ajuster sa politique de contrôle de la courbe des taux avant 2025.

Arata OTO – Takuji AIDA

Japon : taux d'épargne des entreprises & inflation sous-jacente



Sources : Cabinet Office, BoJ, MIAC, CA CIB

Taux d'intérêt – Scénarios de baisse : de probable à prématuré

Résistance de l'inflation, de la croissance et resserrements monétaires déterminés ont naturellement fait se redresser brutalement les taux obligataires. Si le scénario de leur repli se dessine aux États-Unis, il semble prématuré dans la zone euro où la BCE pourrait s'atteler à une réduction plus rapide de son bilan.

ÉTATS-UNIS : ENTRÉE EN TERRITOIRE RESTRICTIF

Les taux obligataires ont augmenté en raison de l'étonnante résistance de la croissance, d'une possible hausse de l'inflation en glissement annuel et de l'attitude *hawkish* de la Fed. Ils ont atteint des nouveaux sommets : le taux des *Treasuries* à dix ans est à son plus haut niveau depuis 2007 et semble attractif au regard de l'historique des valeurs. La volatilité du marché a récemment été élevée en raison, d'une part, de la dépendance des décisions de la Fed à l'évolution des données économiques et, d'autre part, de sa volonté de maintenir des taux « plus élevés, plus longtemps ». La prime de terme des *Treasuries*, très basse il y a seulement deux mois, s'est envolée avec la hausse des rendements.

La récente hausse des prix du pétrole crée des incertitudes quant à l'évolution de l'inflation et constitue un défi pour les banques centrales.

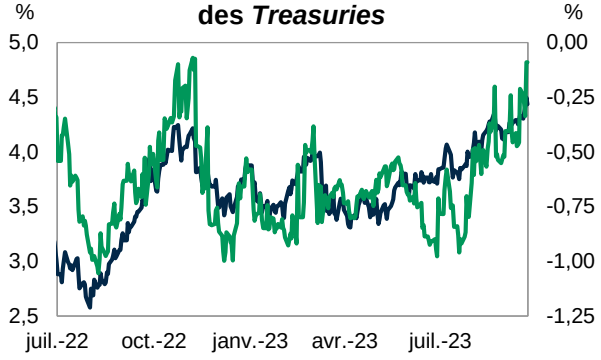
Le FOMC considère que le réglage actuel de la politique monétaire est restrictif et que les risques sont désormais plus équilibrés : lors de la conférence de presse qui a suivi le FOMC de septembre, le président de la Fed, Jerome Powell, a en effet estimé que le risque d'un resserrement excessif et celui d'un resserrement insuffisant étaient désormais comparables. Cette analyse fait suite à la hausse rapide des rendements nominaux et réels des *Treasuries* au cours des derniers mois : tous les rendements réels de référence sont désormais supérieurs ou égaux à 2,15%.

La dernière surprise de la Fed a été le relèvement de 50 points de base du point médian 2024 du *dot plot*, de 4,625% à 5,125%. Certains intervenants de marché s'attendaient à une hausse de 25 points de base et d'autres n'attendaient aucun changement. La nouvelle médiane suggère un assouplissement de 50 points de base en 2024, contre 100 points de base dans le *dot plot* de juin. La Fed cherche à souligner que les baisses de taux directeurs de 2024 ne sont pas imminentes et qu'elles seront progressives, si tant est qu'elles interviennent compte tenu de la résilience de la croissance et de la résistance à la baisse de l'inflation.

À cet égard, la récente hausse des prix du pétrole rend plus incertaine l'évolution de l'inflation et constitue un défi pour les banques centrales, dans la mesure où la répercussion des hausses de prix générales vers l'inflation sous-jacente est difficile à appréhender. Les points morts d'inflation de maturité courte tendent à augmenter en cas de hausse des prix de l'énergie. Simultanément, une courbe des points morts d'inflation plate ou inversée est souvent associée à un resserrement de la politique monétaire.

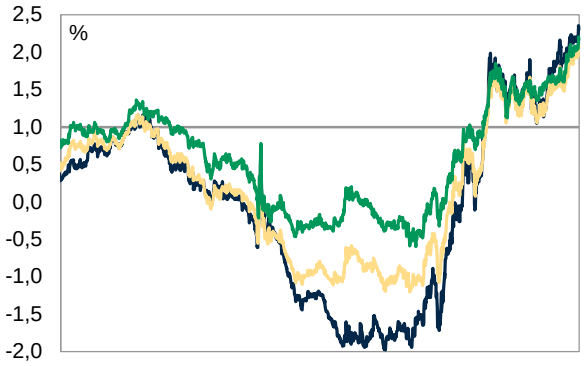
Outre les cours élevés du pétrole, les marchés de taux seront confrontés à des difficultés au cours des prochains mois : la reprise du remboursement des prêts étudiants en octobre (qui va peser sur la consommation), et la grève du syndicat *United Auto Workers* (UAW) chez les trois grands constructeurs automobiles américains. Un *shutdown*, en outre, reste un risque si le Congrès ne parvient pas à prolonger la

La hausse des taux entraîne une hausse de la prime de terme des *Treasuries*



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB — Rendement Treasuries à 10a — Prime de terme ACM à 10a (dr.)

Hausse des taux réels



Taux réels à 5 ans — Taux réels à 10 ans — Taux réels à 30 ans

Sources : Bloomberg, CA CIB

résolution en cours ou échoue à trouver un accord sur le budget de l'exercice 2024 d'ici au 17 novembre. Ces événements constituent un cocktail nocif pour l'économie, qui pourrait exercer une pression baissière sur les taux. Notre scénario retient ainsi une baisse des rendements obligataires au cours des prochains mois et table sur un taux dix ans à 4,00% en fin d'année. Les niveaux de taux historiquement attractifs ont conduit les investisseurs à acheter des obligations, comme le montre le rapport *Commitment of Traders* de la CFTC, qui fait état de positions nettes acheteuses records parmi les gestionnaires d'actifs.

Notre scénario n'intègre pas de baisse des taux directeurs avant le deuxième trimestre 2024, même en cas de légère récession : en effet, l'inflation ne baissera que graduellement et restera probablement trop élevée pour que la Fed soit à l'aise avec l'idée d'une baisse des taux. Les marchés anticipent actuellement une baisse des taux directeurs d'environ 80 points de base en 2024 : dans ce contexte, la courbe des taux devrait assez peu varier à court terme pour ensuite, à mesure que la Fed commencera à assouplir sa politique, progressivement se pentifier. Nous tablons sur une pente deux ans-dix ans de l'ordre de -25 points de base fin 2024.

Alex LI

EUROPE : OBJECTIFS ATTEINTS

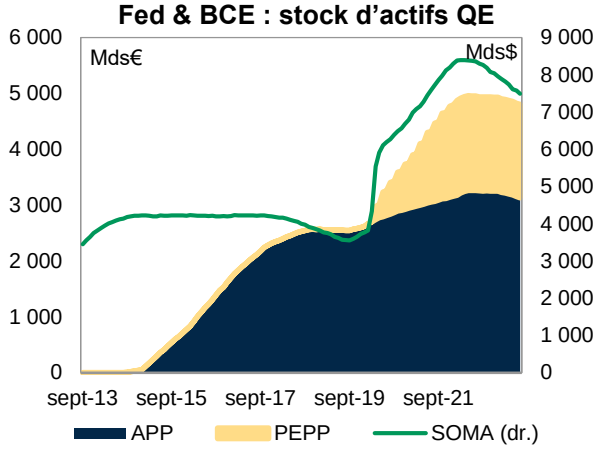
Notre conviction de longue date, selon laquelle les taux euro allaient augmenter et la courbe s'aplatir, conduisant à une inversion vers les niveaux actuels, s'est concrétisée. **Face à la nature et à l'ampleur de la montée de l'inflation, la BCE n'a eu d'autre choix que d'augmenter les taux directeurs à 4%, un record historique**, tout en continuant de réduire son « énorme » bilan.

Les banques centrales cherchent avant tout à atteindre leurs objectifs d'inflation, qui doivent être respectés sans porter atteinte au bon fonctionnement des marchés de capitaux. Il est donc logique qu'une inflation nettement supérieure à l'objectif se traduise par une réponse monétaire forte. Mais cela suffira-t-il ? Seul l'avenir nous le dira… Néanmoins, à ce stade, les marchés financiers ne signalent pas de durcissement excessif de la politique monétaire européenne. Compte tenu des attentes en matière d'inflation mais aussi (et surtout) de croissance nominale, les marchés du crédit et les rendements réels suggèrent que les taux de financement ne sont pas particulièrement contraignants comparativement aux Etats-Unis.

Il est donc prématuré de tabler sur une baisse des taux obligataires européens : de nombreux risques subsistent et la BCE n'a pas fini de resserrer sa politique. Bien qu'une baisse de l'inflation soit attendue, la BCE devrait à présent faire porter ses efforts sur une réduction plus rapide de son bilan. Les remboursements des TLTRO y ont déjà contribué mais le portefeuille de titres obligataires de la BCE reste colossal. On peut comparer la réduction du portefeuille de titres de la Fed[5] (environ 95 milliards de dollars par mois) et celle du programme d'achat d'actifs de la BCE[6] (environ 25 milliards d'euros par mois). Ce rythme est le plus élevé que la BCE puisse atteindre sans procéder à des ventes : il semble donc probable que la prochaine version du durcissement quantitatif (ou QT pour *Quantitative Tightening*) inclura le programme d'achats d'urgence pandémique[7].

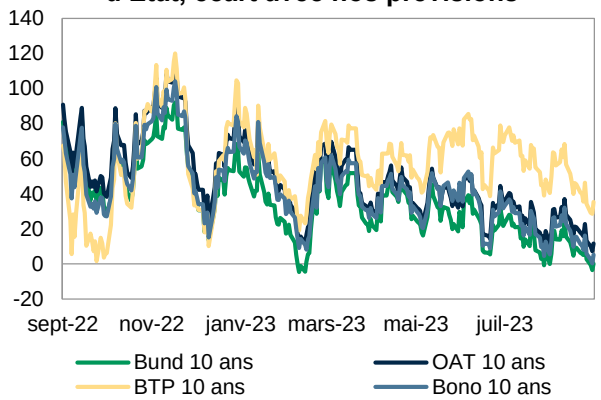
Le QT ne devrait pas conduire à une pentification durable de la courbe des taux, mais il contribuera

Fed & BCE : stock d'actifs QE



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Zone euro : taux des emprunts d'État, écart avec nos prévisions



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

[5] ou SOMA pour *Federal Reserve System Open Market Account*
[6] ou APP pour *Asset Purchase Programme*
[7] ou PEPP pour *Pandemic Emergency Purchase Programme*

plutôt à resserrer les conditions financières avec des rendements réels plus élevés et un certain élargissement des *spreads* de crédit, sur fond de réduction des excès de liquidité. L'accélération du QT, qui devrait être annoncée dans les prochains mois, sera le signe d'une poursuite du cycle de resserrement, en attendant une baisse indiscutable de l'inflation. Des rendements réels plus élevés et des dérapages budgétaires sur fond de fort ralentissement de la croissance devraient peser sur les titres périphériques, en particulier sur les titres souverains italiens, *Buoni pluriennali del Tesoro* (BTP).

La forte baisse de la croissance réelle combinée à la hausse des déficits pourrait alarmer certains investisseurs et devra être surveillée.

Si l'on compare nos prévisions sur les titres à dix ans pour ce trimestre avec l'évolution constatée, ce sont les BTP qui ont le mieux performé. Des facteurs techniques ont contribué à cette performance (une demande accrue pour des produits accessibles au grand public et une moindre volatilité des taux d'intérêt). L'amélioration des indicateurs d'endettement, consécutive au niveau élevé de la croissance nominale (près de 10% en 2022), n'a pas été le principal moteur de sur-performance. En conséquence, la forte baisse de la croissance réelle combinée à la hausse des déficits pourrait alarmer certains investisseurs : elle devra être surveillée.

En résumé, **hausse des prix de l'énergie et baisse de la croissance restent susceptibles d'entraîner un creusement des déficits budgétaires** : un tel cocktail pourrait être assez indigeste. Bien que les rendements européens aient atteint nos objectifs, notre scénario ne table pas encore sur une baisse des rendements : le ralentissement de l'activité et la baisse de l'inflation ne suffiront pas tant que persiste un écart important avec l'objectif d'inflation de la BCE. Dans la mesure où réduire les déficits publics semble beaucoup plus difficile dans le contexte politique actuel, il faudra du temps pour que la hausse des taux directeurs se répercute sur l'économie en réduisant la demande de crédit, en stimulant l'épargne et en augmentant les coûts de refinancement pour le secteur privé.

Bert LOURENCO

Taux de change – Le dollar ne cesse de sourire

Le thème du « sourire du dollar » reste d'actualité. La résistance de l'économie américaine, la détermination de la Fed, un différentiel de taux d'intérêt favorable et des épisodes d'aversion au risque : tout continue de lui conférer un attrait indiscutable à brève échéance.

PAYS DÉVELOPPÉS : LE DOLLAR « SOURIT », MAIS POUR COMBIEN DE TEMPS ?

Le « sourire du dollar » reste le principal moteur du marché des changes : la divergence cyclique croissante entre une économie américaine résiliente et le reste du monde donne de la crédibilité à la politique *hawkish* de la Fed et renforce l'attrait-taux du billet vert. En outre, la hausse des rendements des *Treasuries* alimente l'aversion pour le risque et suscite des flux de capitaux vers le dollar en raison de son attrait en tant que valeur refuge. De nombreux facteurs positifs semblent néanmoins avoir été pris en compte dans le prix du dollar : un ralentissement de l'économie américaine et un arrêt des hausses de taux de la Fed pourraient ralentir son appréciation et même le faire reculer au quatrième trimestre 2023. Nous restons prudents sur l'euro face au dollar à l'approche d'un mois d'octobre potentiellement tumultueux, pendant lequel les craintes concernant la périphérie de la zone euro et l'aversion au risque pourraient peser sur la monnaie unique. Toutefois, l'euro pourrait commencer à se redresser. L'aversion au risque des marchés est renforcée par les inquiétudes concernant l'impact du resserrement quantitatif (ou QT – *Quantitative Tightening*) de la Fed et du risque de *shutdown* sur l'évolution des taux directeurs et des taux de marché américains.

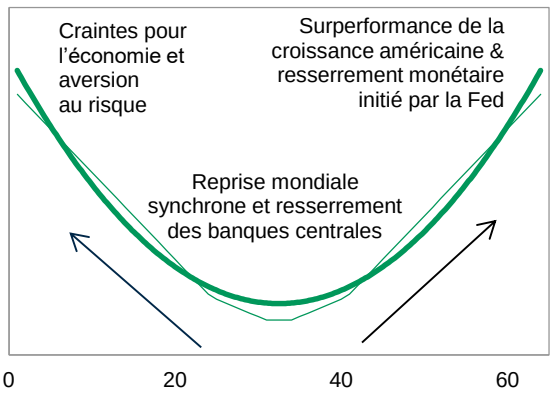
Le dollar devrait rester solide au début du quatrième trimestre 2023, mais une nouvelle appréciation significative n'est pas à l'ordre du jour. En effet, l'activité économique et l'inflation américaines vont ralentir au cours des prochains mois. Cela, combiné au récent resserrement agressif des conditions financières et de crédit aux États-Unis, devrait finalement conduire la Fed à opter pour le *statu quo* lors de ses réunions de novembre et de décembre. Notre analyse historique depuis 1973 sur l'évolution des taux de change après les cycles de resserrement monétaire de la Fed suggère que l'appréciation du dollar devrait s'atténuer face à celle des devises liées aux matières premières ou corrélées au risque et montre que la hausse du dollar s'est même inversée par rapport à d'autres devises majeures du G10 comme l'euro, le franc suisse et le yen.

Le dernier mouvement de baisse de l'euro pourrait avoir poussé son cours en dessous de sa valeur d'équilibre à court terme.

L'euro a été l'une des devises les plus durement touchées au troisième trimestre 2023 lors du dernier épisode d'appréciation du dollar lié à son statut de valeur refuge et à ses rendements élevés. La baisse de l'euro a été aggravée par des débouclages massifs de positions acheteuses d'euro, par le renforcement des anticipations de baisses de taux de la BCE en 2024 et par un nouvel élargissement des *spreads* périphériques européens. Cette réaction des marchés traduit leur inquiétude face à un risque accru de stagflation dans la zone euro et à ce que cela impliquerait en termes monétaires et budgétaires. L'annonce des projets de budget français et italien pour 2024 et le positionnement du marché avant les arrivées à échéance massives en octobre de titres d'État détenus par la BCE ont également joué un rôle de catalyseur.

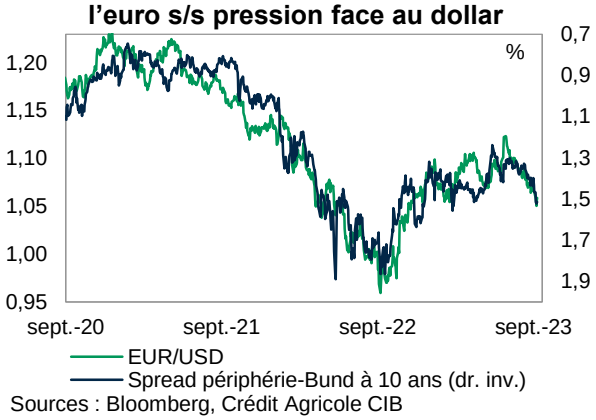
Selon notre modèle de valorisation, le dernier mouvement de baisse de l'euro pourrait avoir poussé son cours en dessous de sa valeur d'équilibre à court terme (nous évaluons cette dernière sur la base de facteurs fondamentaux tels que les *spreads* périphériques et les écarts de taux d'intérêt entre l'euro et le dollar). En outre, nous estimons, d'une part, que

Le « sourire du dollar »



Sources : Bloomberg, CA CIB — Valeur du dollar

Le niveau élevé des *spreads* périphériques pourrait maintenir l'euro s/s pression face au dollar



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

les marchés surévaluent l'ampleur des baisses de taux auxquelles la BCE procédera en 2024 et, d'autre part, qu'à leur niveau actuel, les *spreads* périphériques intègrent déjà beaucoup d'éléments négatifs. En conséquence, nous pensons que la valeur d'équilibre de l'euro face au dollar pourrait commencer à augmenter dans les mois qui viennent, sous l'effet de l'ajustement des anticipations de marché : cela pourrait permettre à l'euro, actuellement sous-évalué, de se redresser.

En conclusion **nous restons prudents à court terme sur l'évolution de l'euro face au dollar, avec un mois d'octobre potentiellement tumultueux pendant lequel les craintes persistantes concernant la périphérie de la zone euro et l'aversion au risque pourraient peser sur la monnaie unique**. Cependant, l'euro devrait ensuite se redresser face au dollar et nous tablons sur un cours de 1,08 en fin d'année.

Valentin MARINOV

PAYS ÉMERGENTS : DES TRAJECTOIRES DIFFÉRENCIÉES

Dans notre scénario central, **les devises émergentes sont soutenues par plusieurs facteurs qui reflètent, dans une certaine mesure, la normalisation de l'environnement, après quelques années marquées par une succession de facteurs d'incertitude** (guerres commerciales, Covid, ralentissement de la croissance chinoise et tsunami inflationniste). Les devises des pays émergents devraient notamment bénéficier de la stabilisation de la croissance chinoise et de la poursuite de la désinflation.

À surveiller : les taux chinois et américains

La stabilisation de la croissance chinoise devrait non seulement améliorer la perception globale du risque dans les pays émergents, mais aussi soutenir le yuan. Celui-ci devrait se stabiliser près de son niveau actuel, puis s'apprécier progressivement l'année prochaine : nous tablons sur un taux de change dollar/yuan à 7,20 en décembre 2023, puis à 7,05 en juin 2024. Cela atténuerait les pressions subies par d'autres devises émergentes, telles que les devises asiatiques ou les devises de pays exportateurs de matières premières.

Le principal risque pour les devises émergentes serait que les taux américains restent durablement élevés.

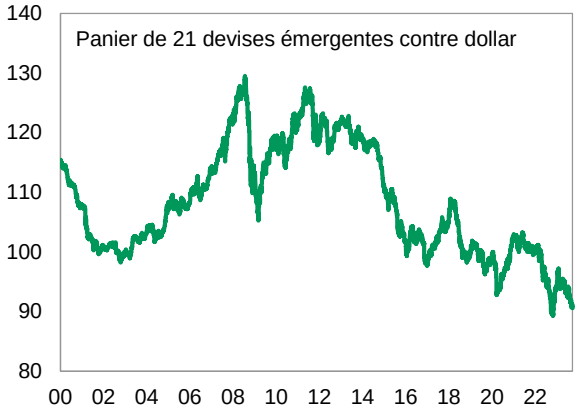
L'impact de la désinflation est à double tranchant. D'un côté, elle permet d'abaisser les taux d'intérêt, d'allonger l'horizon d'investissement et, finalement, de soutenir la croissance économique. De l'autre, les baisses de taux d'intérêt peuvent entraîner une pression à la baisse des devises, d'autant plus que la Fed et la BCE n'ont pas l'intention d'abaisser leurs taux d'intérêt dans un avenir proche.

Des trajectoires différenciées

Pour cette raison, les devises d'Amérique latine, où l'on s'attend à des baisses proactives des taux directeurs par les banques centrales, pourraient afficher de moins bonnes performances que la moyenne des devises émergentes. Les banques centrales d'Europe centrale devraient également baisser leurs taux, mais avec prudence. Le marché ayant déjà anticipé un assouplissement monétaire important, la dépréciation provoquée par les baisses de taux directeurs pourrait être limitée. Les devises comme le zloty polonais, le forint hongrois et, dans une certaine mesure, la couronne tchèque devraient par ailleurs être soutenues par des balances commerciales plus solides qu'il y a quelques mois.

Les devises asiatiques devraient bénéficier de situations financières généralement robustes et des anticipations d'absence de baisse importante de leurs taux directeurs dans les mois à venir (notamment parce qu'elles les ont peu relevés depuis le début de l'année).

Devises émergentes face au dollar



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Le maintien de taux américains durablement élevés est principal risque entourant notre scénario. La hausse récente des cours de certains produits de base (notamment du pétrole et de certains produits alimentaires) et la toujours possible résistance de l'économie américaine pourraient conduire à une remontée des anticipations en matière de taux directeurs. Si ce risque se concrétise, les devises d'Amérique latine ainsi que celles des pays qui affichent des déficits seront probablement les plus touchées.

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
Etats-Unis	**1,9**	**2,1**	**0,7**	**8,0**	**4,2**	**2,7**	**-3,8**	**-3,2**	**-3,0**
Japon	**1,0**	**2,0**	**1,2**	**1,1**	**3,9**	**1,9**	**1,7**	**2,0**	**1,3**
Zone euro	**3,4**	**0,5**	**0,9**	**8,4**	**5,6**	**3,0**	**1,2**	**2,1**	**1,9**
Allemagne	1,9	-0,4	0,5	8,7	6,1	2,9	4,0	3,9	3,3
France	2,5	0,9	1,0	5,9	5,8	3,1	-2,0	-0,5	0,1
Italie	3,8	0,7	0,6	8,7	6,1	2,7	-1,3	1,1	2,3
Espagne	5,5	2,2	1,7	8,3	3,6	3,5	0,5	2,0	1,2
Pays-Bas	4,4	0,4	0,7	11,6	4,3	3,4	9,2	6,3	5,2
Belgique	3,2	0,9	1,0	10,3	2,3	2,5	-3,6	-0,9	-0,5
Autres pays développés									
Royaume-Uni	4,3	0,4	0,7	9,1	7,4	3,1	-3,1	-3,9	-4,5
Canada	3,3	1,1	0,9	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	2,9	-0,8	0,1	8,5	3,0	2,1	4,8	2,5	1,8
Norvège	3,2	1,4	0,8	5,8	5,5	3,1	30,3	27,0	26,0
Asie	**4,2**	**4,9**	**4,6**	**3,5**	**2,4**	**2,5**	**1,4**	**1,1**	**1,0**
Chine	3,0	5,1	4,5	2,0	0,4	1,8	2,2	1,8	1,2
Inde	6,7	6,1	5,8	5,7	5,8	4,0	-2,6	-2,8	-2,5
Corée du Sud	2,6	1,2	2,6	5,1	3,5	2,3	1,8	2,4	3,0
Indonésie	5,3	5,0	4,5	4,2	3,5	3,0	1,0	-1,2	-0,5
Taiwan	2,4	1,4	3,0	2,9	2,2	1,6	13,3	11,0	11,2
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	0,9	2,7	6,1	4,8	3,0	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	5,6	3,4	-4,4	-4,0	-2,0
Vietnam	8,0	5,2	6,4	3,2	4,0	3,0	0,2	1,6	2,0
Amérique latine	**3,0**	**0,6**	**1,9**	**9,9**	**5,9**	**3,4**	**-7,0**	**-3,4**	**-2,8**
Brésil	2,9	3,0	1,5	9,3	5,1	4,0	-2,9	-2,4	-2,5
Mexique	3,1	2,0	1,5	7,9	5,8	3,8	-1,8	-1,2	-1,0
Europe émergente	**1,8**	**0,9**	**2,2**	**29,8**	**15,3**	**8,4**	**1,6**	**0,1**	**0,3**
Russie	-2,1	0,0	1,0	13,8	5,0	4,0	10,2	4,0	4,0
Turquie	5,4	2,5	3,5	73,0	36,0	20,0	-5,0	-4,0	-3,0
Pologne	5,1	0,5	2,8	14,3	11,6	4,4	-3,0	0,8	-1,0
Rép. tchèque	2,4	0,2	2,1	15,0	11,0	2,7	-6,1	-2,2	-0,7
Roumanie	4,8	2,0	3,5	13,8	10,5	5,1	-9,3	-7,2	-6,5
Hongrie	4,6	0,5	2,3	14,6	17,8	4,5	-8,2	-4,6	-3,5
Afrique, Moyen-Orient	**4,9**	**2,0**	**2,9**	**13,2**	**15,9**	**10,5**	**7,3**	**4,0**	**2,9**
Arabie saoudite	8,7	1,0	3,0	2,5	2,2	2,1	13,6	6,3	5,2
Emirats Arabes Unis	7,3	2,9	3,7	4,6	3,2	2,5	17,0	12,5	11,2
Afrique du Sud	2,0	0,5	1,8	6,9	5,8	4,8	-0,5	-1,2	-1,8
Egypte	4,1	3,6	4,2	13,8	33,1	21,5	-3,5	-2,7	-2,5
Algérie	3,2	2,7	2,3	9,7	7,9	6,2	6,3	2,4	0,5
Qatar	4,8	2,5	2,5	5,0	3,0	2,2	25,9	15,1	12,1
Koweït	8,0	1,1	2,5	4,0	2,9	2,3	29,0	19,0	15,0
Maroc	1,3	2,7	3,0	6,7	5,8	3,0	-3,8	-2,6	-2,6
Tunisie	2,5	1,7	2,5	8,3	9,1	5,9	-8,6	-6,9	-6,0
Total	**3,3**	**2,6**	**2,5**	**8,1**	**5,4**	**3,6**	**0,3**	**0,3**	**0,2**
Pays industrialisés	**2,6**	**1,4**	**0,9**	**7,3**	**4,8**	**2,7**	**-0,8**	**-0,4**	**-0,5**
Pays émergents	**3,8**	**3,6**	**3,9**	**8,8**	**6,0**	**4,2**	**1,2**	**0,8**	**0,7**

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

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

	2022				2023				2024			
Taux de chômage, %	**T1**	**T2**	**T3**	**T4**	**T1**	**T2**	**T3**	**T4**	**T1**	**T2**	**T3**	**T4**
Etats-Unis	3,8	3,6	3,5	3,6	3,5	3,5	3,8	4,1	4,3	4,5	4,4	4,4
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	6,7	6,6	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	7,0
Allemagne	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	2,9	3,2	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7
France	7,4	7,5	7,2	7,2	7,1	7,3	7,3	7,5	7,5	7,7	7,7	7,8
Italie	8,4	8,1	8,0	7,9	7,9	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0	8,0
Espagne	13,2	12,8	12,8	13,0	12,8	11,9	12,0	12,4	12,2	11,9	11,4	11,7
Royaume-Uni	3,8	3,6	3,7	3,7	3,8	4,3	4,5	4,7	4,7	4,6	4,5	4,4

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

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

TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		03-oct.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
Etats-Unis	Fed funds	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,75
	Sofr	5,32	5,30	5,30	5,05	4,80	4,55
Japon	Call rate	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
	Tonar	-0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Zone euro	Dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,50
	€str	3,90	3,98	4,00	4,02	4,05	3,55
	Euribor 3m	3,96	4,00	4,05	4,05	3,75	3,00
Royaume-Uni	Taux de base	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50
	Sonia	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95
Suède	Repo	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50
Norvège	Deposit	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Canada	Overnight	5,00	5,00	5,00	5,00	4,75	4,50

Taux 10 ans	03-oct.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
Etats-Unis	4,76	4,00	3,90	3,65	3,55	3,50
Japon	0,77	0,60	0,57	0,50	0,47	0,46
Zone euro (Allemagne)	2,96	2,60	2,85	2,70	2,55	2,60
Spread 10 ans / Bund						
France	0,56	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Italie	1,96	2,00	2,05	1,95	1,95	2,00
Espagne	1,10	1,10	1,10	1,15	1,15	1,10

Asie		03-oct.-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
Hong Kong	Taux de base	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,00
Inde	Taux repo	6.50	6.50	6.50	6.50	6.25	6.00
Indonésie	BI rate	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,00
Corée	Taux de base	3,50	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00
Malaisie	OPR	3,00	3,00	3,00	2,75	2,50	2,50
Philippines	Taux repo	6,25	6,25	6,25	6,00	5,50	5,25
Singapour	6M SOR	4,06	4,30	4,25	4,25	3,45	3,00
Taïwan	Redisc	1,88	1,88	1,75	1,75	1,63	1,50
Thaïlande	Repo	2,50	2,50	2,50	2,50	2,25	2,00
Vietnam	Refinancing rate	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Amérique Latine							
Brésil	Overnight/Selic	12,75	11,75	10,75	9,75	9,25	9,25
Mexique	Taux overnight	11,25	11,00	10,50	9,50	8,50	7,50
Europe Emergente							
Rép. tchèque	Repo 14 j.	7,00	6,75	6,25	5,75	5,25	4,75
Hongrie	Repo 2 sem.	13,00	11,50	9,50	8,00	7,00	6,00
Pologne	Repo 7 j.	6,00	5,00	4,50	4,00	4,00	4,00
Roumanie	Repo 2 sem.	7,00	7,00	6,75	6,50	6,25	5,75
Russie	1W auction rate	13,00	13,00	13,00	12,00	11,00	10,00
Turquie	Repo 1 sem.	8,25	8,25	8,00	7,00	6,00	6,00

TAUX DE CHANGE

Taux de change USD

Pays industrialisés		03-oct.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
Euro	EUR/USD	1,05	1,08	1,09	1,09	1,07	1,05
Japon	USD/JPY	149	142	138	136	135	134
Royaume-Uni	GBP/USD	1,21	1,26	1,28	1,28	1,27	1,25
Suisse	USD/CHF	0,92	0,90	0,89	0,88	0,89	0,90
Canada	USD/CAD	1,37	1,30	1,28	1,27	1,26	1,25
Australie	AUD/USD	0,63	0,65	0,66	0,68	0,68	0,68
Nvelle Zélande	NZD/USD	0,59	0,60	0,59	0,60	0,60	0,60

Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		03-oct.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
Japon	EUR/JPY	156	153	150	148	144	141
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,87	0,86	0,85	0,85	0,84	0,84
Suisse	EUR/CHF	0,96	0,97	0,97	0,96	0,95	0,94
Suède	EUR/SEK	11,63	11,40	11,20	11,00	10,90	10,80
Norvège	EUR/NOK	11,50	10,80	10,60	10,40	10,30	10,20

Asie		03-oct.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
Chine	USD/CNY	7,30	7,20	7,10	7,05	7,05	6,95
Hong Kong	USD/HKD	7,83	7,81	7,80	7,80	7,78	7,76
Inde	USD/INR	83,18	82,00	81,00	80,50	80,00	80,00
Indonésie	USD/IDR	15 575	15 100	15 100	15 100	15 000	15 000
Malaisie	USD/MYR	4,72	4,60	4,55	4,50	4,40	4,40
Philippines	USD/PHP	56,7	56,0	55,5	55,3	55,2	54,5
Singapour	USD/SGD	1,37	1,33	1,31	1,30	1,29	1,29
Corée du Sud	USD/KRW	1362	1280	1260	1250	1250	1230
Taiwan	USD/TWD	32,4	31,1	30,8	30,6	30,6	30,4
Thailande	USD/THB	37,1	34,0	33,0	32,5	32,0	32,5
Vietnam	USD/VND	24 385	23 600	23 300	23 300	23 300	23 000
Amérique latine							
Brésil	USD/BRL	5,13	5,25	5,30	5,25	5,20	5,15
Mexique	USD/MXN	17,89	18,30	19,00	18,75	18,50	18,30
Afrique							
Afrique du Sud	USD/ZAR	19,33	18,00	17,50	17,50	16,50	16,50
Europe émergente							
Pologne	USD/PLN	4,42	4,36	4,29	4,27	4,28	4,30
Russie	USD/RUB	98,45	99,00	95,00	90,00	90,00	90,00
Turquie	USD/TRY	27,50	30,00	28,00	26,00	26,00	26,00
Europe centrale							
Rép. tchèque	EUR/CZK	24,50	24,30	24,20	24,10	24,00	23,90
Hongrie	EUR/HUF	390	395	391	387	383	379
Pologne	EUR/PLN	4,63	4,71	4,68	4,65	4,58	4,52
Roumanie	EUR/RON	4,97	4,95	4,92	4,92	4,92	4,92

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		3-oct	2023	2024			
			T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	91	95	92	95	97	95

Prix moy. du trim.		3-oct	2023	2024			
			T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 826	2 000	2 050	2 000	2 000	1 950

COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Etats-Unis	**-5,4**	**-5,7**	**-5,8**	**96,9**	**98,2**	**100,2**
Japon	**-7,0**	**-3,5**	**-4,0**	**244,4**	**244,2**	**240,9**
Zone euro	**-3,8**	**-3,5**	**-2,9**	**94,2**	**92,7**	**92,4**
Allemagne	-2,6	-2,3	-1,2	66,3	65,1	64,0
France	-4,8	-5,0	-4,7	111,8	109,6	109,5
Italie	-8,0	-5,3	-4,8	141,7	140,2	141,5
Espagne	-4,8	-4,1	-3,3	113,2	111,6	109,8
Pays-Bas	0,0	-2,1	-1,7	51,0	49,2	50,1
Belgique	-4,3	-3,6	-5,5	105,2	108,1	109,9
Grèce	-2,3	-1,8	-0,8	171,3	161,5	159,0
Irlande	1,6	-1,0	-1,1	44,7	45,3	46,9
Portugal	-0,4	-0,4	-0,2	113,5	108,9	104,1
Royaume-Uni	**-5,4**	**-4,5**	**-3,0**	**101,0**	**97,3**	**96,8**

Achevé de rédiger le 5 octobre 2023

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

Comité de rédaction

Pays développés

Ticiano BRUNELLO – Espagne
Olivier ELUÈRE, Marianne PICARD – France
Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro
Slavena NAZAROVA – Royaume-Uni
Arata OTO, Takuji AIDA – Japon
Sofia TOZY – Italie
Nicholas VAN NESS – États-Unis

Secteurs d'activité

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz

Pays émergents

Sébastien BARBÉ – Pays émergents
Xiaojia ZHI – Chine
Catherine LEBOUGRE, 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
Arata OTO, Takuji AIDA – Banque du Japon
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 : Elisabeth SERREAU – **Statistiques :** Datalab ECO

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**