



MONDE

# SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2023-2024

Trimestriel – Juin 2023

# Une « normalisation » laborieuse

Grâce, notamment, à la bonne tenue du marché du travail et à une épargne encore abondante bien qu'entamée, la consommation des ménages a mieux absorbé qu'il n'était redouté les ponctions sur le pouvoir d'achat et les resserrements monétaires. La croissance a mieux résisté qu'anticipé. L'inflation sous-jacente également. Le scénario de décélération sans effondrement suppose une décline lente de l'inflation soulageant les revenus et autorisant qu'un terme soit mis aux hausses de taux directeurs. Un terme que l'on espère proche et propice à une moindre inversion des courbes des taux d'intérêt.

**Aux États-Unis, l'activité a bien résisté mais des fissures apparaissent. Elles se creusent à mesure que les effets répressifs du resserrement monétaire et financier se font sentir.** L'investissement résidentiel s'est ainsi déjà violemment ajusté, l'investissement productif devrait à son tour se contracter sensiblement. Après avoir entamé leur réserve d'épargne et recouru au crédit, les consommateurs, qui ont assuré la résistance de la croissance, pourraient se montrer moins confiants et moins prodigues.

Si une tenue meilleure qu'anticipé de l'emploi peut autoriser un atterrissage en douceur, les « lézardes » laissent planer le risque d'une récession au cours du second semestre : une récession légère qui conduirait la croissance moyenne vers 1,2% en 2023, puis à seulement 0,7% en 2024. Ce ralentissement, finalement naturel, se fonde sur une hypothèse de poursuite du repli de l'inflation totale et, surtout, de l'inflation sous-jacente qui achèveraient l'année 2023 aux alentours de, respectivement, 3,2% et 3,6% avant de se rapprocher toutes deux de 2,5% fin 2024. **Le risque pesant sur ce scénario est celui d'une inflation plus tenace que prévu conduisant à un scénario monétaire lui-même plus agressif qu'anticipé.**

**En zone euro, le chemin vers la « normalité » est assez étroit.** L'absorption de chocs aussi extraordinaires que la pandémie suivie d'une crise énergétique se traduit par un repli assez brutal du rythme de croissance : un repli qui n'est pas annonciateur d'une récession mais, plutôt, d'une normalisation des comportements promue (voire « aggravée ») par celle des politiques économiques qui passent d'un soutien exceptionnel à une orientation plus restrictive.

**Le scénario est donc le résultat de forces contraires :** le dénouement des tensions sur les chaînes de valeur mondiales et la baisse des coûts énergétiques fournissent un contre-choc positif et compensent, en partie seulement, le frein que les politiques économiques exercent sur l'activité. **Fondé sur une inflation totale moyenne se repliant de 8,4% en 2022 à 5,5% en 2023 puis 2,9% en 2024, ce scénario se traduit par une croissance modeste, de 0,6% en 2023 et 1,3% en 2024, encore inférieure à son rythme potentiel.**

Au sein de « l'univers émergent », **loin de la reprise en fanfare espérée, la Chine peine à retrouver sa dynamique.** Une crise de confiance profonde des ménages (crainte du chômage, épargne de précaution) et les turbulences irrésolues du marché immobilier continuent de justifier l'atonie de la demande interne. Celle-ci se traduit par une faiblesse telle de l'inflation que la déflation menace. Or, les autorités chinoises ne peuvent ignorer que la reprise ne tient pas ses promesses mais elles manquent encore d'outils de relance adaptés, propres à stimuler la consommation. La cible annuelle de croissance que les autorités avaient annoncée « autour de 5% » avec prudence devrait être atteinte (effets de base favorables) mais les doutes portent sur l'aptitude de la Chine à maintenir ce rythme, faute de moteurs capables de soutenir l'activité à moyen terme.

*Le scénario de décélération sans effondrement suppose une décline lente de l'inflation soulageant les revenus et autorisant qu'un terme soit mis aux hausses de taux directeurs.*

Quant aux **pays émergents**, considérés très globalement, à mesure que l'économie mondiale décélère et qu'une reprise chinoise modeste et plus orientée vers les services se dessine, **une ligne de partage peut y être tracée selon leur degré d'ouverture.** Alors que la croissance des grands pays à large demande intérieure a fait preuve d'une résistance excédant les anticipations, les locomotives habituelles, à savoir les pays plus avancés, plus ouverts et plus accrochés au cycle technologique mondial, sont un peu plus à la peine. **Tous devraient cependant peu à peu profiter d'une lente « normalisation » monétaire, propice à un scénario de ralentissement sans fracas.**

**Encore faut-il que soient enfin clairement atteints les pics des taux directeurs des grandes banques centrales.** Si l'inflation totale a déjà enregistré une baisse largement mécanique, la résistance de l'inflation sous-jacente, elle-même alimentée par une croissance plus robuste qu'anticipé, a conduit les banques centrales à se montrer agressives. Sous réserve de la poursuite du repli de l'inflation, mais surtout de celui de l'inflation sous-jacente, le terme des hausses de taux directeurs serait (enfin) proche.

Après dix hausses de taux consécutives totalisant 500 points de base, la **Réserve fédérale** vient d'opter pour le *statu quo* (borne haute de la fourchette des *Fed funds* à 5,25%) tout en indiquant très clairement que de nouvelles hausses pourraient intervenir et en livrant un *dot plot* suggérant un resserrement supplémentaire de 50 points de base. Notre scénario économique central pour l'économie est moins optimiste que celui de la *Fed* et, à ce jour, la projection médiane du *dot plot* pour 2023 est agressive. L'environnement semble plaider en faveur d'une stabilité du taux directeur mais la probabilité d'une hausse limitée à 25 points de base, comme le suggère le marché, est élevée.

Quant à la **BCE**, elle devrait conserver une politique monétaire restrictive, voire très restrictive, au cours des prochains trimestres : la baisse de l'inflation est trop lente et sa convergence vers la cible loin d'être acquise. La BCE devrait donc remonter ses taux à deux reprises

(en juillet et en septembre, portant le taux de dépôt à 4%) tout en poursuivant son resserrement quantitatif.

Enfin, en accordant la priorité à la lutte contre l'inflation quitte à prendre un risque sur la croissance, les stratégies monétaires ont contribué à limiter le désancrage des anticipations d'inflation et la sur-réaction des taux longs, mais promu des courbes de taux d'intérêt inversées et des rendements réels faibles voire négatifs.

Hors « méchante » surprise sur l'inflation, **le risque de hausse des taux longs « sans risque » mais aussi d'écartement sensible des *spreads* souverains intrazone euro est limité. Celui d'une courbe durablement inversée bien réel.** Notre scénario retient des taux américain et allemand à dix ans proches, respectivement, de 3,75% et 2,60% fin 2023.

**Catherine LEBOUGRE**





# PAYS DÉVELOPPÉS

## Quand la « normalisation » se fait attendre

États-Unis – Récession probable, atterrissage en douceur encore possible

Zone euro – Un chemin heurté vers la normalité

Royaume-Uni – Les crises **s’imbriquent comme** des poupées russes

Japon – **La demande intérieure va compenser l’affaiblissement de la demande extérieure**

## Quand la « normalisation » se fait attendre

Grâce, notamment, à la bonne tenue du marché du travail et à une épargne encore abondante **bien qu'entamée, la consommation des ménages a mieux absorbé qu'il n'était redouté les ponctions sur le pouvoir d'achat et les hausses de taux d'intérêt**. La **croissance a mieux résisté qu'anticipé**. L'inflation sous-jacente également. Le scénario de décélération sans effondrement se fonde sur **une décrue lente de l'inflation soulageant les revenus et autorisant qu'un terme soit mis très prochainement aux resserrements monétaires**.

### ÉTATS-UNIS : RÉCESSION PROBABLE, ATTERRISSAGE EN DOUCEUR ENCORE POSSIBLE

**L'activité économique continue de progresser aux États-Unis et la croissance est restée positive jusqu'à début 2023. Mais des fissures commencent à apparaître et conduisent au maintien d'un scénario de légère récession au cours du second semestre. La croissance s'établirait à 1,2% en moyenne annuelle en 2023 puis, malgré un début de reprise à partir du premier trimestre 2024, à seulement 0,7% en 2024.**

En termes trimestriels, la croissance du premier trimestre 2023 (à 1,3%<sup>1</sup>) a été inférieure aux attentes. Le détail des composantes donne, cependant, une image plus positive avec des ventes finales domestiques affichant une forte progression à 3,3%, sur fond de forte croissance de la consommation (+3,8%). Cette dynamique devrait permettre le maintien d'une croissance positive au deuxième trimestre, pour lequel nous prévoyons actuellement une croissance d'environ 1,8%, bien que de nombreux indicateurs aient commencé à ralentir. Leurs effets se matérialiseraient un peu plus tardivement, provoquant une contraction modeste aux troisième et quatrième trimestres 2023.

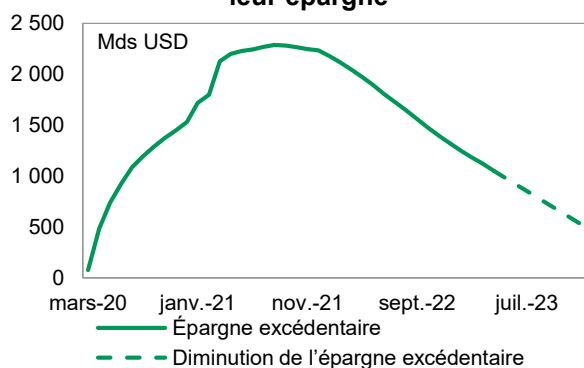
**L'investissement sera le principal facteur de ralentissement, car plusieurs éléments négatifs contribuent à le brider :**

- ✓ L'investissement résidentiel a plongé en 2022 en raison de la forte montée des taux hypothécaires

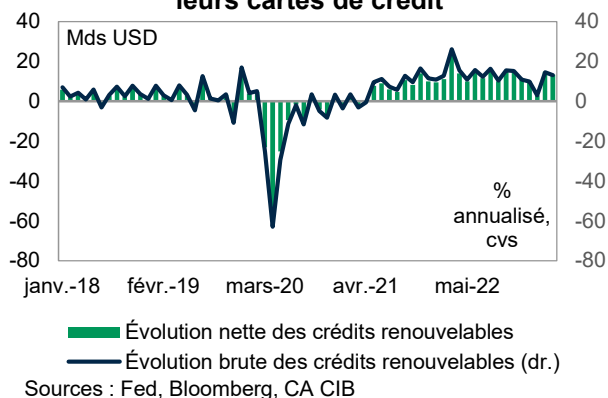
consécutives aux hausses de taux agressives de la Fed. Bien qu'une certaine stabilisation ait été observée récemment, l'investissement résidentiel devrait rester faible en raison du niveau toujours élevé des taux hypothécaires et de la baisse de l'accessibilité à la propriété.

- ✓ Les hausses de taux agressives de la Fed ont également conduit à un durcissement des conditions d'octroi de crédit. L'enquête de la Fed sur le crédit bancaire (*Senior Loan Officer Opinion Survey – SLOOS*) a confirmé un net resserrement des conditions de crédit pour certains types de prêts et a fait état, plus récemment, d'une baisse de la demande de prêts.
- ✓ Après avoir connu un pic lors du début de la reprise, puis avoir été quasiment stables au troisième trimestre 2022, les bénéfices des entreprises ont baissé pendant deux trimestres consécutifs (au quatrième trimestre 2022, puis au premier trimestre 2023), une tendance qui suggère un recul à venir de l'investissement.
- ✓ Les enquêtes auprès des entreprises ont également été assez faibles, notamment l'indice ISM manufacturier qui est en zone de contraction depuis sept mois et l'indice ISM des services qui est en baisse et se situe actuellement juste au-dessus de la barre des 50, qui sépare la zone d'expansion de la zone de contraction.

**USA : les consommateurs continuent de puiser dans leur épargne**



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



<sup>1</sup> Les données de croissance trimestrielles sont exprimées en rythme annualisé et sont corrigées des variations saisonnières.

- ✓ Les commandes de biens d'équipement, un bon indicateur avancé pour l'investissement des entreprises, ont également ralenti. Bien que les données mensuelles soient volatiles, des baisses nettes ont été observées au cours de quatre des huit derniers mois.

Bien que cette situation ait déjà entraîné une baisse de certaines composantes de l'investissement (notamment un recul de l'investissement des entreprises en biens d'équipement au premier trimestre 2023), **la tendance devrait se renforcer et s'étendre. L'investissement fixe non résidentiel devrait être la composante du PIB la plus en repli au second semestre 2023.**

**Alors que l'investissement a déjà commencé à s'affaiblir, la résistance de la consommation a permis de maintenir l'économie à flot. Mais des signes de ralentissement sont nettement perceptibles, tels que la baisse des ventes au détail sous la barre des 2% en glissement annuel en mai. Plusieurs raisons devraient inciter les consommateurs à continuer de réduire leurs dépenses :**

- ✓ Alors que la consommation a continué à croître, les ménages ont puisé de plus en plus dans leur épargne excédentaire, dont le niveau a diminué : selon nos estimations, elle serait ainsi passée d'un pic de 2 300 milliards de dollars en août dernier à 1 000 milliards de dollars actuellement. Bien que les données soient insuffisamment détaillées, il est probable (voire certain) que de nombreux ménages à faible revenu, avec une propension marginale à consommer plus élevée, ont épuisé leur épargne excédentaire. Cette dernière, qui a longtemps servi d'amortisseur et préservé la consommation, ne pourra plus assumer ce rôle aussi efficacement.
- ✓ En dehors de l'épargne excédentaire, les consommateurs sont également devenus de plus en plus dépendants des cartes de crédit : l'encours des crédits renouvelables a atteint un niveau record. Le ratio crédit renouvelable sur revenu des ménages reste gérable pour l'instant. Mais la

tendance est clairement à la hausse et celle-ci ne peut pas se poursuivre indéfiniment.

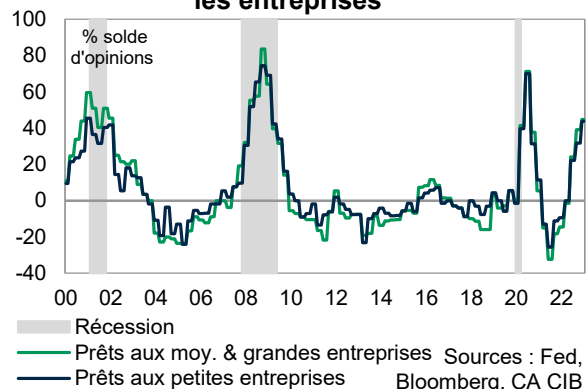
- ✓ Fait passé relativement inaperçu, si les tribunaux tranchent en ce sens, le moratoire sur les prêts étudiants pourrait prendre fin en août. Si tel est le cas, cela se traduirait par des charges financières supplémentaires pour les ménages concernés, tenus de reprendre les remboursements mensuels de leurs prêts étudiants.

**Conjugués à un moral des ménages qui reste très bas, ces facteurs devraient inciter les consommateurs à réduire leurs dépenses au second semestre.** La situation financière des ménages reste cependant très saine, avec un patrimoine net d'environ 30 000 milliards de dollars, supérieur à ses niveaux d'avant la crise sanitaire. L'ajustement de la consommation ne devrait pas être brutal mais il suffit d'une baisse limitée, combinée à un recul des investissements, pour entraîner une légère récession.

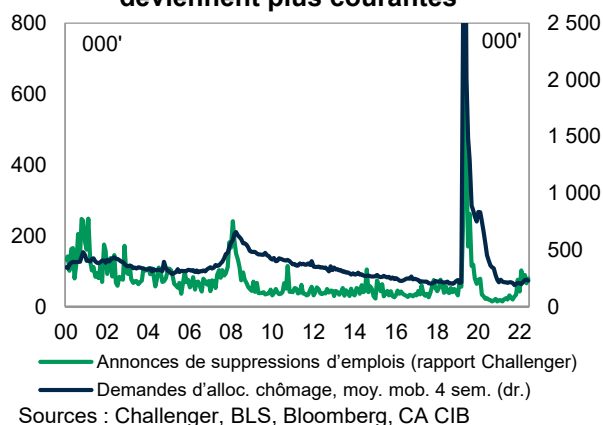
*La vigueur du marché du travail pourrait permettre le maintien des dépenses de consommation à un niveau suffisamment élevé pour autoriser un atterrissage en douceur.*

**Après les facteurs négatifs, peut-on entrevoir des facteurs positifs ? L'évolution de l'emploi, notamment, pourrait permettre un atterrissage plus doux.** Le marché du travail s'est montré extrêmement résilient jusqu'à présent : les créations nettes d'emplois se sont maintenues entre 200 000 et 300 000 par mois et, à 3,7%, le taux de chômage est proche de son niveau le plus bas du cycle. Certaines fissures commencent toutefois à apparaître : les annonces de suppressions d'emplois recensées dans l'enquête Challenger ont augmenté, tout comme les demandes d'allocations chômage et la dernière enquête sur l'emploi auprès des ménages (la *household survey employment*) a fait état d'un recul. Au regard de ces éléments, notre scénario table sur un léger ralentissement de l'emploi provoquant une remontée du taux de chômage à environ 4,3% en fin

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



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




d'année et autour de 4,5% au début de l'année prochaine.

La demande de main-d'œuvre continue toutefois de dépasser largement l'offre et les entreprises pourraient être tentées de conserver leur main-d'œuvre : il est donc possible que le marché du travail se montre encore plus résistant que nos anticipations. La vigueur du marché du travail pourrait alors permettre le maintien des dépenses de consommation à un niveau suffisamment élevé pour un atterrissage en douceur : la croissance serait inférieure à son potentiel, mais une récession serait évitée.

**Côté négatif, l'inflation reste un risque majeur car sa résistance pourrait encore surprendre.** Des signes favorables à son repli sont déjà évidents : l'inflation totale a fortement baissé grâce à des effets de base, l'inflation sur les produits de base a sensiblement ralenti (à l'exception de la hausse récente du prix des voitures d'occasion, qui ne sera probablement pas durable) ; dans le secteur de l'hébergement, l'inflation semble avoir enfin passé un pic (et l'évolution des loyers et des prix des maisons suggère une baisse supplémentaire) et, enfin, l'inflation sous-jacente pour les services hors hébergement a commencé à baisser au cours des

derniers mois. **Toutefois, la décélération de l'inflation pourrait être lente** : l'inflation totale et l'inflation sous-jacente termineraient l'année 2023 aux alentours, respectivement, de 3,2% et 3,6% avant de se rapprocher toutes deux de 2,5% fin 2024.

 Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	1,2%	0,7%
Inflation	3,9%	2,5%

**L'inflation affiche une résistance à la baisse plus forte que prévu et il existe un risque que son recul soit plus lent que nous ne l'anticipons.** Cela peut évidemment pousser la Fed à relever à nouveau ses taux directeurs, et risque de peser davantage sur le pouvoir d'achat des ménages, entraînant une récession plus prononcée que celle prévue dans notre scénario central. Or, il est peu probable que des mesures budgétaires puissent soutenir l'activité.

Nicholas VAN NESS

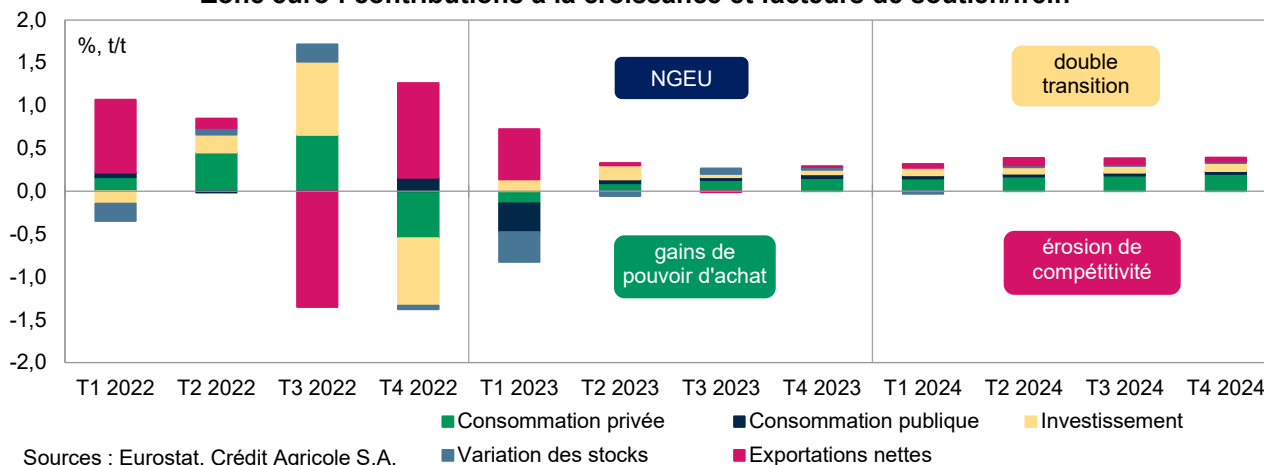
## ZONE EURO : UN CHEMIN HEURTÉ VERS LA NORMALITÉ

**Après avoir surmonté les conséquences de la pandémie en 2021 et subi de plein fouet la crise énergétique en 2022, l'année 2023 se présente comme celle du dépassement des conséquences de la crise énergétique.** L'absorption de ces chocs extraordinaires est ainsi suivie par un retour à des dynamiques plus habituelles : cette ingestion se traduit par un repli assez brutal du rythme de croissance de la zone euro (de 5,5 % au premier trimestre 2022 à 1% au premier trimestre 2023 sur un an). Un repli qui n'est pas annonciateur d'une récession mais, plutôt, d'une normalisation des comportements après des chocs majeurs, ayant provoqué une amplitude anormale du cycle.

Ce ralentissement est renforcé par les politiques économiques qui passent d'un soutien exceptionnel à une orientation plus restrictive ; le revirement restrictif de la politique monétaire devance celui de la politique budgétaire.

**Le choc de compétitivité lié au renchérissement de l'énergie est, en partie, absorbé et les termes de l'échange vont en tirer profit au cours des prochains trimestres.** Les prix de l'énergie restent cependant plus élevés qu'avant le choc et, avec des secteurs énergivores fonctionnant sous leur capacité, laissent une cicatrice permanente sur la trajectoire de croissance.

Zone euro : contributions à la croissance et facteurs de soutien/frein





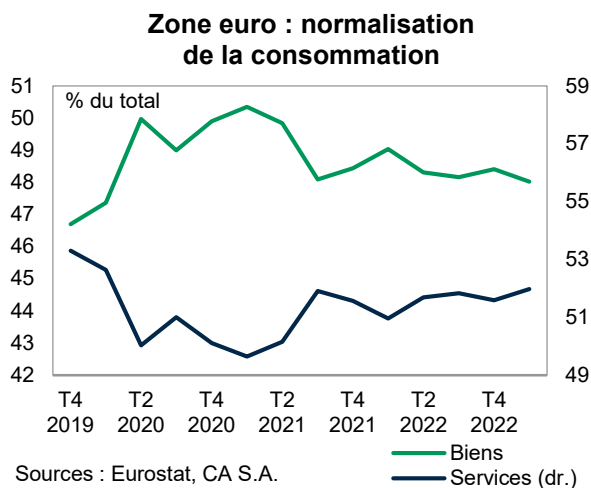
**Le scénario est donc le résultat de forces contraires** : le dénouement des tensions sur les chaînes de valeur mondiales et la baisse des coûts énergétiques fournissent un contre-choc positif et compensent, en partie seulement, le frein que les politiques économiques exercent sur l'activité.

**Pour l'instant, les points de pression susceptibles de faire basculer le cycle ne sont pas tous alignés.** Les créations d'emplois restent très dynamiques et, surtout, la force du secteur des services continue d'alimenter les marges et l'inflation. Mais, la montée en puissance de la transmission de la restriction monétaire va s'accompagner de l'affaiblissement du choc inflationniste et redonner le pouvoir d'achat propre à la consommation.

**Nous prévoyons donc une croissance modeste à 0,6% en 2023 et 1,3% en 2024, encore inférieure à son rythme potentiel.**

#### *Un ralentissement naturel mais marqué de l'activité*

**Avec un PIB réel à présent supérieur de 2,2% à son niveau d'avant-pandémie, le ralentissement de l'activité est naturel.** Il est néanmoins marqué : la croissance est ainsi passée (en glissement annuel) de 1,8% au quatrième trimestre 2022 à 1% au premier trimestre 2023. Au cours de celui-ci, la croissance du PIB de la zone euro s'est de nouveau repliée (-0,1% en variation trimestrielle), tirée à la baisse par la croissance allemande (-0,3%) enregistrant également deux trimestres consécutifs de repli. À l'exception de l'Allemagne, de l'Irlande, des Pays-Bas et de la Grèce, tous les grands pays de la zone affichent une croissance positive.



**Bien que la demande intérieure ait encore fourni une contribution négative à la croissance (de -0,3 point), celle-ci s'est modérée par rapport au trimestre précédent (-1,2 point).** La consommation des ménages a connu un deuxième trimestre de recul (-0,3%) mais moindre qu'au précédent, l'inflation s'étant assagie par rapport au pic du quatrième trimestre 2022. Après avoir fourni une forte impulsion positive à la croissance en fin d'année, la consommation publique a affiché un recul marqué (-1,6%), en raison du retrait des mesures de soutien aux revenus. L'investissement s'est redressé (+0,6%,

après -3,5%), mais sa croissance reste modeste. L'ajustement à la baisse des stocks a soustrait 0,4 point de croissance. La contribution positive des échanges extérieurs à la croissance est, une fois de plus, due à un repli plus marqué des importations que des exportations. Si ces dernières ne gagnent pas en dynamisme, le recul des importations se modère.

**La phase d'expansion soutenue touche à sa fin, comme le signalent plusieurs indicateurs, notamment dans le secteur manufacturier.** La normalisation des comportements de consommation et d'investissement a été suivie d'un blocage provoqué par la hausse des coûts de production et des prix, se traduisant par une baisse des commandes. Le cycle des stocks, après la réduction naturelle des stocks de précaution lors du dénouement des tensions sur les chaînes de valeur, s'adapte désormais à une demande affaiblie.

**En dépit d'un net ralentissement de l'activité signalé par les enquêtes en juin, le rythme moyen de croissance au cours du deuxième trimestre excède encore légèrement celui du premier trimestre.** Deux forces contrastées expliquent cette évolution : un recul de l'activité qui se renforce dans l'industrie mais une croissance soutenue dans les services, bien qu'en voie de modération. L'activité industrielle profitera néanmoins d'un allègement des tensions sur les prix des intrants. Au contraire, la demande de services continue d'alimenter la production, mais aussi la hausse des prix du secteur.

*Tous les points de pression susceptibles de faire basculer le cycle ne sont pas alignés.*

**L'affaiblissement de l'activité dans l'industrie ne s'est pas encore traduit par une montée des défaillances d'entreprises.** Leur nombre reste encore inférieur à son niveau pré-Covid. Le nombre de défaillances reste relativement faible dans l'ensemble de l'économie : malgré la remontée en cours depuis un an, il est de peu supérieur à celui d'avant la pandémie. Les défaillances restent, en outre, circonscrites à des secteurs spécifiques (hébergement et restauration, transports et logistique voient le nombre de défaillances excéder celui d'avant la pandémie).

#### *Le contre-choc limite l'affaiblissement de l'activité*

**Notre scénario inscrit, à partir du deuxième trimestre, une croissance trimestrielle séquentielle positive modérée.** Cette croissance repose sur la reprise progressive, mais elle-même modérée, de la consommation bénéficiant de la baisse de l'inflation, de l'amélioration des revenus réels et d'une demande pour les services de loisirs et de tourisme encore soutenue jusqu'à la fin de l'été. Cette composante de la dépense peut encore être alimentée par l'excès d'épargne dont disposent les ménages les plus aisés, bien qu'une large partie de celui-ci se soit déjà transformée en actifs immobiliers et financiers non liquides.

**La croissance de l'investissement hors logement se maintiendrait grâce à la baisse des coûts des**



**biens intermédiaires et au fort soutien des fonds européens.** La profitabilité élevée et la bonne situation financière des entreprises jouent aussi un rôle de frein à la transmission de la restriction monétaire à l'investissement. Le cycle immobilier est en phase de normalisation : il va devoir s'adapter à un taux d'intérêt brutalement sorti d'une zone de risque déflationniste et d'urgence pandémique pour entrer dans une zone restrictive. La transmission monétaire a été rapide, mais elle n'est pas encore complète : cela accroît le risque baissier qui pèse sur cette composante de l'investissement.

#### *Le marché du travail résilient*


**En dépit du ralentissement de l'activité, les créations d'emplois ont accéléré au premier trimestre 2023 (+0,6%, après +0,3%) et le nombre d'heures travaillées a continué d'augmenter (+0,6%).** La progression de la productivité s'en est retrouvée affaiblie. L'emploi maintient son dynamisme au cours du deuxième trimestre, même si le rythme des créations d'emplois est le plus faible depuis un an. Cette modération est également visible sur la baisse du taux d'emplois vacants (à 3,1% au T1 2023), un taux qui n'augmente plus depuis trois trimestres.

**Le ralentissement de la productivité et la légère remontée projetée du taux de chômage limitent le potentiel de hausse des salaires dans la plupart des secteurs, sauf dans les services.** La révision à la baisse des anticipations d'inflation, les moindres besoins de rattrapage des salaires réels et la réduction anticipée des marges (selon l'enquête de la BCE auprès des entreprises) devraient en limiter la hausse. Nous tablons sur une accélération du salaire par tête à 5,1% en 2023, avant de ralentir à 4% en 2024 avec une moindre contribution des augmentations du salaire minimum, des heures travaillées et des primes.

#### *Le resserrement monétaire se double d'une restriction budgétaire*

**La politique budgétaire s'est relâchée en 2022 pour soutenir les revenus face à l'inflation mais son durcissement est amorcé, avec le retrait des**

**mesures de soutien.** L'impulsion budgétaire fournie par les budgets nationaux sera encore négative (-0,8 point en 2023 et -0,9 point en 2024) en raison de la suppression progressive des mesures visant à atténuer l'impact de la crise énergétique. L'orientation globale sera toutefois moins négative, notamment dans les pays du sud de la zone, grâce à la montée en charge des dépenses financées par les fonds européens : leurs versements vont accélérer en 2023 et 2024 et justifier une surperformance de ces économies par rapport aux pays du centre de la zone.

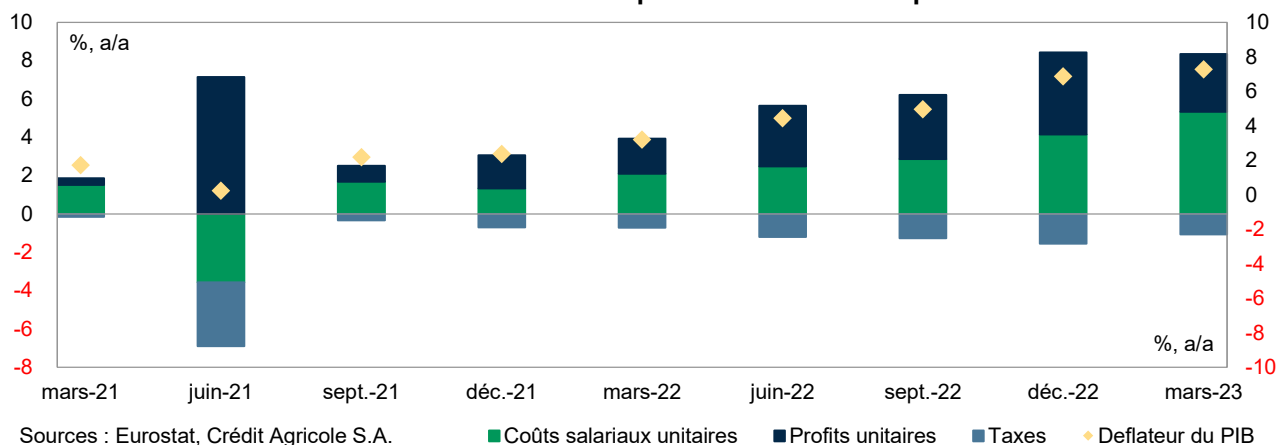
 Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	0,6%	1,3%
Inflation	5,6%	2,9%

#### *Les risques sont majoritairement baissiers*

**Maintenant que la politique monétaire est entrée dans sa phase restrictive visant la modération de la demande, le durcissement des conditions de crédit est un facteur qui peut faire basculer la normalisation de la croissance vers une correction plus marquée du cycle.** L'autre facteur est la compression anticipée des marges. Le ralentissement de l'activité et du cycle de productivité, mais aussi le recul de l'inflation qui limite le « brouillage » des prix, vont entraver les comportements opportunistes de prise de profits. Alors que la dynamique des salaires se rapproche avec retard de celle de l'inflation, les pressions pour une réduction des effectifs et de l'investissement augmentent. Le scénario rentre dans un environnement plus risqué où tous les arbitrages entre les objectifs monétaires et budgétaires deviennent plus mordants à court terme et posent des défis majeurs en termes de stabilité macro-économique et de pérennité de la croissance.

**Paola MONPERRUS-VERONI**

**Zone euro : l'inflation est tirée par les salaires et les profits**



## ROYAUME-UNI : LES CRISES S'IMBRIQUENT COMME DES POUPÉES RUSSES

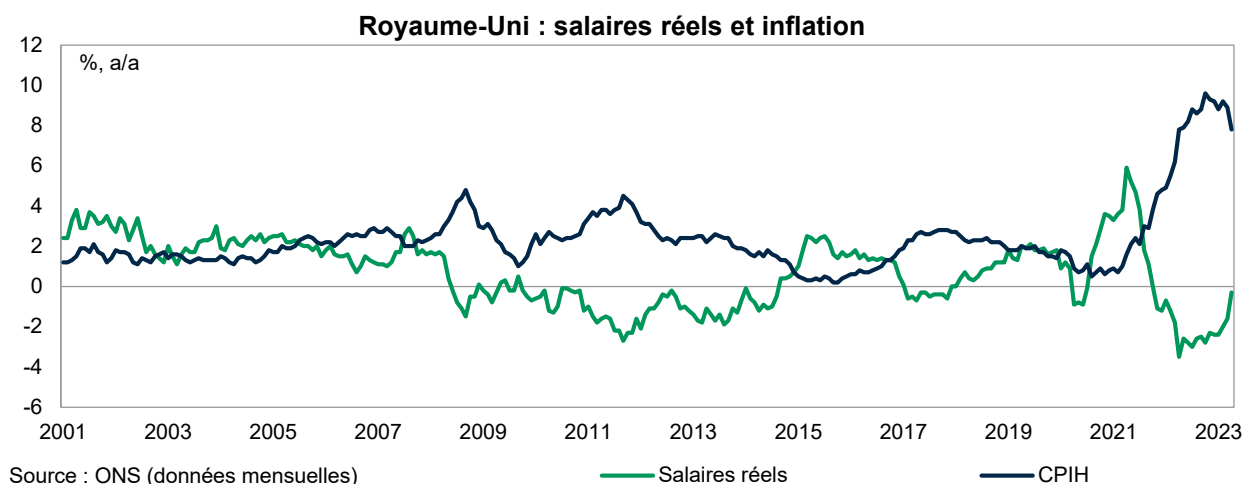
L'économie britannique a échappé à la récession au cours de l'hiver avec une croissance tout juste supérieure à zéro : le PIB réel a crû de 0,1% (rythme trimestriel) à la fois au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023. Avec une croissance trimestrielle en moyenne nulle au cours des douze derniers mois, **la consommation des ménages a mieux résisté que prévu en dépit de la crise du pouvoir d'achat** (le revenu réel disponible des ménages a chuté de 1,5% l'année dernière, malgré le plafonnement des prix de l'énergie mis en place en octobre 2022 et prolongé jusqu'à fin juin 2023). Elle a été soutenue par des aides de l'État aux plus vulnérables, par un marché du travail plus dynamique qu'anticipé et l'excédent d'épargne significatif accumulé au cours de la pandémie.

*La hausse de taux devrait impacter un nombre moins important de ménages que par le passé, la part de foyers possédant un crédit immobilier ayant baissé fortement au cours des années 2000.*

Au regard du contexte d'incertitude, de la hausse des coûts de production et de la remontée des taux d'intérêt, **l'investissement a aussi surpris positivement**. L'investissement productif a crû de 0,7% au premier trimestre 2023, après une croissance de plus de 10% en moyenne annuelle en 2022. Si les mesures de soutien de l'État sous forme de crédits d'impôt ont pu jouer un rôle, il s'agit plutôt d'un effet de rattrapage post-pandémie car, à la différence des autres pays avancés, l'investissement productif n'a toujours pas retrouvé son niveau pré-crise au Royaume-Uni : il reste au premier trimestre encore 1,4% en-deçà de son niveau du quatrième trimestre 2019. **Même si la catastrophe a été évitée, l'économie n'a ni plus ni moins stagné au cours de l'année passée, avec une croissance moyenne limitée à 0,1% par trimestre**. Les données du PIB réel du mois d'avril ne s'écartent pas de cette tendance quasiment « plate » : le PIB a crû de 0,2%, après une baisse de 0,3% en mars.

**La résilience de la demande domestique a contribué à la persistance de l'inflation** avec, en particulier, une inflation sous-jacente qui a significativement surpris à la hausse au cours des quatre derniers mois. Les prix de l'énergie contribuent de moins en moins à l'inflation totale, tandis que l'inflation des produits alimentaires semble avoir aussi atteint son pic en mars. **La dissipation de la crise de l'énergie laisse entrevoir une résorption prochaine de celle du pouvoir d'achat** et la confiance des consommateurs s'améliore. En effet, lorsque l'on utilise les données mensuelles des rémunérations salariales et de l'indice CPIH des prix (indice des prix à la consommation incluant les coûts de logement des propriétaires occupants), la baisse des salaires réels semble proche de son terme : la croissance des salaires nominaux atteint 7,5% sur un an en avril, très légèrement inférieure à l'inflation CPIH (7,8%), suggérant une baisse des salaires réels de seulement 0,3%, alors qu'ils perdaient jusqu'à 3,5% il y a très exactement un an. À court terme, le marché du travail restera très tendu et propice à une croissance soutenue des salaires, quoiqu'en modération, tandis que l'inflation devrait rester sur une tendance baissière. Le marché du travail a, néanmoins, commencé à s'assouplir : la diminution du nombre de postes vacants et le recul de l'inactivité en attestent, tandis que les enquêtes REC/KPMG suggèrent une légère contraction de l'emploi à l'horizon des six prochains mois.


**Comme pour empêcher les ménages britanniques de trop se réjouir, le rebond de la croissance des salaires a fait s'envoler les anticipations de taux** (à près de 6% pour la mi-2024, proche du pic atteint en septembre dernier suite au « mini-budget » de Liz Truss), **augmentant dans leur sillage les taux des emprunts immobiliers**. Mauvaise nouvelle pour les 3,3 millions de ménages (12% du nombre total de ménages) dont l'emprunt immobilier à taux fixe arrivera à expiration au cours de l'année prochaine et qui devront se refinancer à des taux plus élevés. Selon *Resolution Foundation*, la hausse du service de la dette des ménages endettés serait plus élevée



(estimée à environ 3% du revenu annuel) que lors des épisodes de hausses des taux des années 80 ou 90, en raison notamment d'un endettement globalement plus élevé des ménages. Ainsi, telles des poupées russes, les chocs auxquels font face les ménages se succèdent et se révèlent l'un l'autre. À la crise du pouvoir d'achat succède un choc sur les taux qui risque de se muer en crise du marché immobilier, entraînant des risques sur la stabilité financière.

**Une bonne nouvelle ? La hausse des taux devrait impacter un nombre moins important de ménages que par le passé**, la part de foyers possédant un crédit immobilier ayant baissé fortement au cours des années 2000 à moins de 30%, contre près de 40% en 1989. Sauf accident, l'impact de la hausse des taux sur la consommation des ménages devrait donc être moins important que dans les années 90 (la consommation des ménages s'était contractée de 0,4% entre le troisième trimestre 1990 et le troisième trimestre 1991). Il devrait être également plus étalé dans le temps, la majorité des emprunts étant à

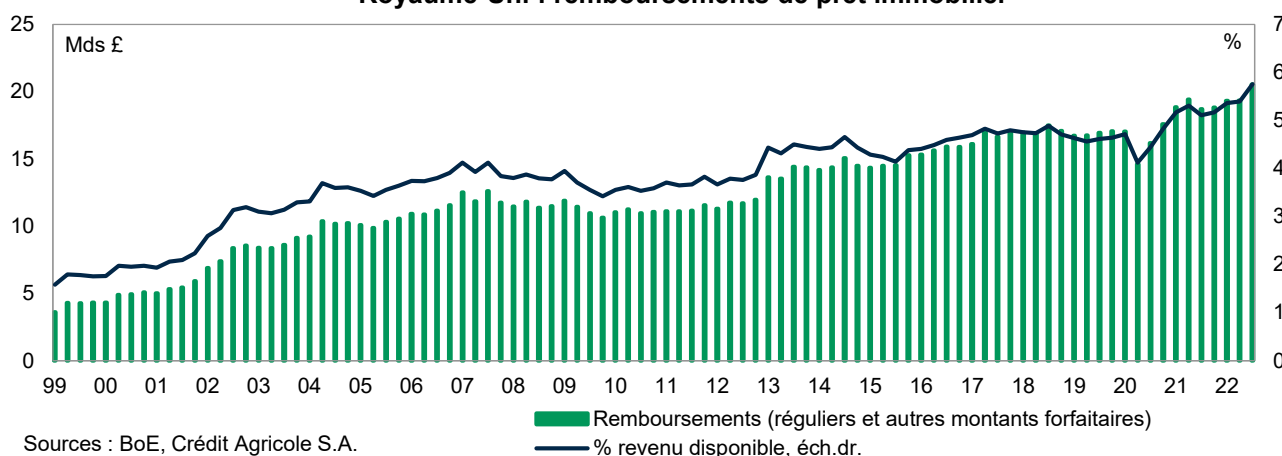
présent à taux fixe (à maturité inférieure ou égale à cinq ans) et non à taux variable.

 Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	0,5%	1,1%
Inflation	7,8%	4,1%

**Même si le pire de la crise du pouvoir d'achat semble passé, le resserrement monétaire, qui devrait se poursuivre, va freiner toute reprise de la demande domestique.** Après un rebond de la croissance au deuxième trimestre, soutenu en partie par le couronnement du roi Charles, nous tablons sur un nouveau ralentissement de la croissance au second semestre.

Slavena NAZAROVA

### Royaume-Uni : remboursements de prêt immobilier



## JAPON : LA DEMANDE INTÉRIEURE VA COMPENSER L'AFFAIBLISSEMENT DE LA DEMANDE EXTÉRIEURE

*La demande intérieure va continuer de soutenir la croissance*

**La transition du Japon vers un monde post-Covid se poursuit.** Les mesures sanitaires ont été fortement assouplies en mars et le gouvernement a « rétrogradé » le Covid-19 sur l'échelle de dangerosité.

*Le gouvernement et la BoJ estiment que l'économie japonaise n'a pas encore atteint son objectif d'inflation durablement stable à 2%.*

**La reprise économique devrait se poursuivre en 2023 et 2024.** Les signes de ralentissement de l'économie mondiale suggèrent un affaiblissement de la demande extérieure, mais celle-ci devrait être compensée par la bonne tenue de la demande intérieure. En outre, la reprise du tourisme à destination du

Japon, conséquence de la réouverture des frontières, devrait également soutenir la croissance économique.

**La consommation privée devrait bien résister, sur fond de poursuite de la transition vers un monde post-Covid.** Les tensions sur le marché du travail continuent de se traduire par des pressions haussières sur les salaires et les dernières négociations salariales ont donné de bons résultats. Par ailleurs, 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.

**Parallèlement, lors de l'ébauche des grandes lignes de l'exercice fiscal 2024, le gouvernement a**




réaffirmé son engagement à poursuivre la stratégie des **Abenomics**<sup>2</sup> avec notamment le maintien « d'une politique monétaire audacieuse, d'une politique fiscale souple et d'une stratégie de croissance qui stimule l'investissement du secteur privé ». Le gouvernement ayant souligné l'importance de la progression des salaires pour atteindre la cible des 2% d'inflation, on peut considérer qu'il se fixe *de facto* un objectif de croissance nominale du PIB d'environ 3%. **Notre scénario table sur le maintien d'une politique monétaire et d'une politique budgétaire accommodantes**, le gouvernement et la BoJ s'étant engagés à maintenir le *policy mix* actuel. 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 un environnement extérieur moins favorable.

*Le récent pic d'inflation devrait rester temporaire car les pressions déflationnistes structurelles persistent*

Les principales mesures de l'inflation ont largement dépassé l'objectif de 2% fixé par la BoJ. Toutefois, l'essentiel des pressions haussières sur les prix est lié à l'augmentation des prix à l'importation et non à une forte reprise de la demande intérieure. 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, mais cela prendra vraisemblablement quelques années.

 Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	1,5%	2,0%
Inflation (hors alimentation & énergie)	3,7%	1,7%

À court terme, le récent pic d'inflation devrait provoquer un effet de base significatif à partir du second semestre 2023 et limiter la progression de l'inflation sous-jacente. L'inflation sous-jacente (hors produits frais et énergie) atteindrait 3,7% en 2023, puis ralentirait à 1,7% en 2024. Toutefois, à cet horizon, les forces déflationnistes structurelles se seront allégées : cela permet de tabler sur une ré-accélération vers l'objectif de 2%, niveau qui serait atteint de manière durable courant 2026.

Takuji AIDA – Arata OTO

Principales orientations budgétaires pour l'exercice 2024			
①	②	③	④
Décision du cabinet de <b>maintenir</b> la stratégie monétaire et budgétaire héritée des <b>Abenomics</b>	<b>Abandon de l'objectif d'un excédent primaire</b> à une date fixe	<b>Absence de limite budgétaire</b> pour les mesures clés jugées nécessaires par l'administration Kishida	<b>Éviter de retomber dans la déflation</b> en stimulant l'investissement et en supprimant l'excès d'épargne des entreprises

<sup>2</sup> 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.



# PAYS ÉMERGENTS

## Normalisation monétaire en ordre dispersé

Panorama – Normalisation monétaire en ordre dispersé

Chine – Entre prudence et relance

Brésil – Ne pas gâcher une occasion de se réjouir

Russie – La détérioration se poursuit

Inde – **Le climat, talon d'Achille d'une économie qui reste forte**

## Normalisation monétaire en ordre dispersé

Alors que la croissance des grands pays émergents **à large demande intérieure a fait preuve d'une résistance excédant les anticipations**, les locomotives habituelles, à savoir les pays plus avancés, plus ouverts et plus accrochés au cycle **technologique mondial, sont un peu plus à la peine. Tous devraient cependant peu à peu profiter d'une lente normalisation monétaire**, propice à la croissance.

Dans un contexte de chocs multiples – guerre, inflation, hausse des taux – et de lent ralentissement des exportations depuis la fin 2022 (sauf quelques dynamiques favorables sur certains produits agricoles), **la croissance des pays émergents a mieux résisté au premier semestre 2023 qu'on ne pouvait le craindre**. Si l'investissement a été pénalisé par la hausse des taux d'intérêt, la consommation s'est globalement révélée résistante : marchés du travail plutôt solides, consommation de biens en retrait mais se redéployant en faveur des services, rapatriement des revenus des travailleurs à l'étranger. Globalement toujours, les anticipations de hausse de prix se sont peu « désancrées ».

*Un ralentissement annoncé mais des facteurs d'atténuation*

Alors que le scénario d'une décélération (même douce) se précise aux États-Unis et que celui d'une reprise chinoise plus orientée vers les services que vers la demande de biens se dessine, une ligne de partage peut être tracée selon le degré d'ouverture des pays. Les plus ouverts et les plus connectés au cycle mondial des semi-conducteurs et de l'électronique, comme la Corée, Taïwan ou la Malaisie, risquent d'être pénalisés. Les économies « vastes » (Inde, Indonésie notamment) bénéficient en revanche d'une sorte d'avantage comparatif. Par ailleurs, au cours des tout prochains mois, l'univers émergent, dans son ensemble, pourrait voir sa trajectoire de croissance affectée favorablement par trois facteurs : **le tourisme, la poursuite de la désinflation (déjà bien entamée) et, enfin, une normalisation monétaire graduelle**.

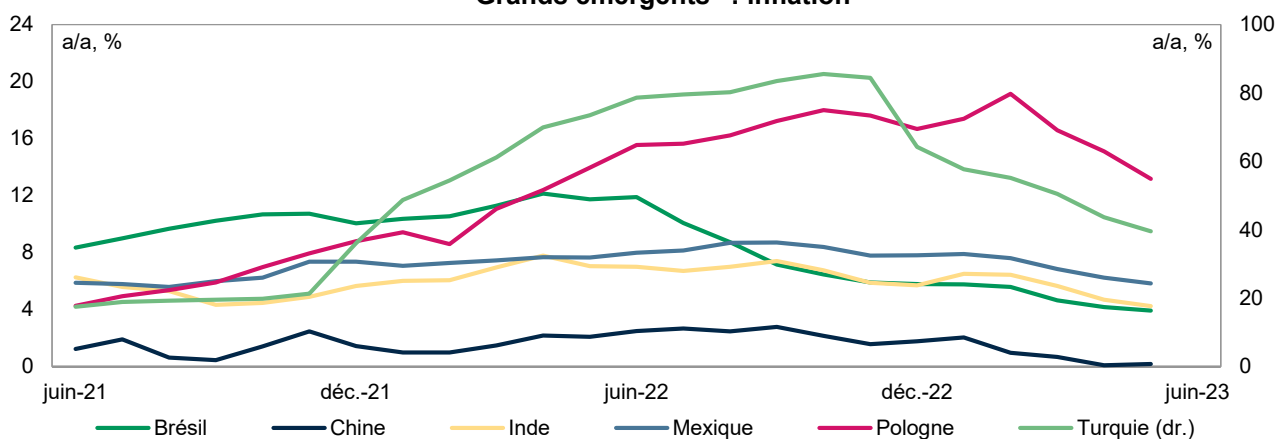
La **reprise du tourisme** devrait tirer la conjoncture de pays comme la Turquie, la Thaïlande, la Croatie ou le Maroc. Si le retour des touristes ne profite qu'à certains pays, la **désinflation** profite à tous (à des degrés divers cependant). La normalisation des prix du fret mondial et des chaînes de valeur, d'une façon générale, est rapidement favorable à de nombreux pays, car elle s'inscrit vite dans leur structure de prix. De même, l'atterrissage des prix alimentaires contribue fortement à la désinflation, la part de l'alimentaire dans l'indice des prix étant plus élevée dans les pays les moins avancés. Or, l'indice FAO des prix alimentaires a enregistré une baisse de 2,6% par rapport à avril 2023, et de 22,1% par rapport au niveau record de mars 2022. Quant à l'indice des prix des céréales, il est inférieur de 25,3% au niveau de l'an dernier.

*L'atterrissage des prix alimentaires contribue fortement à la désinflation, la part de l'alimentaire dans l'indice des prix étant plus élevée dans les pays les moins avancés.*

*Une normalisation monétaire graduelle*

Même incertaine, la conjoncture internationale devrait permettre aux pays émergents d'entrer plus nettement dans une phase de désinflation graduelle au second semestre. Cela autorisera les banques centrales à desserrer progressivement l'étau. On retrouvera évidemment des différences de rythmes d'**assouplissement monétaire**. C'est en Amérique latine que l'on attend les premières baisses de taux, où l'inflation et le resserrement monétaire ont été à la fois vifs et précoces. En Asie, l'inflation a été moins élevée et l'urgence de la normalisation monétaire est moins forte. En revanche, elle l'est en Europe de l'Est, plus

"Grands émergents" : inflation



Sources : Banques centrales, Crédit Agricole S.A



exposée aux effets du conflit et qui affiche encore des niveaux d'inflation élevés, notamment en Hongrie et en Serbie – où les hausses de prix en rythme annuel étaient respectivement de 21,5% et 19,8% en mai. Si tous les pays de la zone peuvent espérer voir leur taux d'inflation repasser sous la barre des 10% d'ici la fin de l'année, la Pologne, à 13% d'inflation actuellement, devrait néanmoins être la première à assouplir sa politique monétaire,

### *Ne pas oublier les aventures singulières...*

Ce panorama très global de l'univers émergent, plutôt rassurant, dissimule malheureusement **les risques spécifiques**. L'Égypte et la Turquie fournissent de bonnes illustrations.

**L'Égypte** devrait ainsi profiter de la reprise des flux touristiques : grâce au nombre record de 15 millions de visiteurs attendus cette année (le dernier point haut datait de 2010) et grâce, également, à l'ambition affichée par les autorités de 30 millions de touristes par an à partir de 2028, dans le cadre d'un plan de transformation nationale et de digitalisation qui met l'accent sur ce secteur spécifique. Néanmoins, l'Égypte est encore dans une situation difficile en termes de pénurie de dollars ou de fragilité de la devise, et le tourisme ne sera pas un facteur suffisant pour redonner confiance aux investisseurs. Ces derniers attendent surtout une contribution nette des pays du Golfe au plan de privatisation piloté par le FMI. Jusqu'à présent, les effets d'annonce ont été nombreux, mais le calendrier des privatisations reste imprécis et le rapport intermédiaire du FMI, très attendu, tarde à venir. L'inflation est élevée (32,8% en mai) et la différence entre taux de change officiel et taux de change parallèle se creuse à nouveau. À 40% du total des dépenses publiques, les paiements d'intérêts sur la dette publique sont parmi les plus élevés des pays émergents. L'Égypte est donc l'un des risques latents d'un univers émergent plutôt résilient.

Par ailleurs, subsiste bien sûr le cas de **la Turquie**, partisane d'une stratégie monétaire inhabituelle – où l'on baisse les taux à mesure que les prix

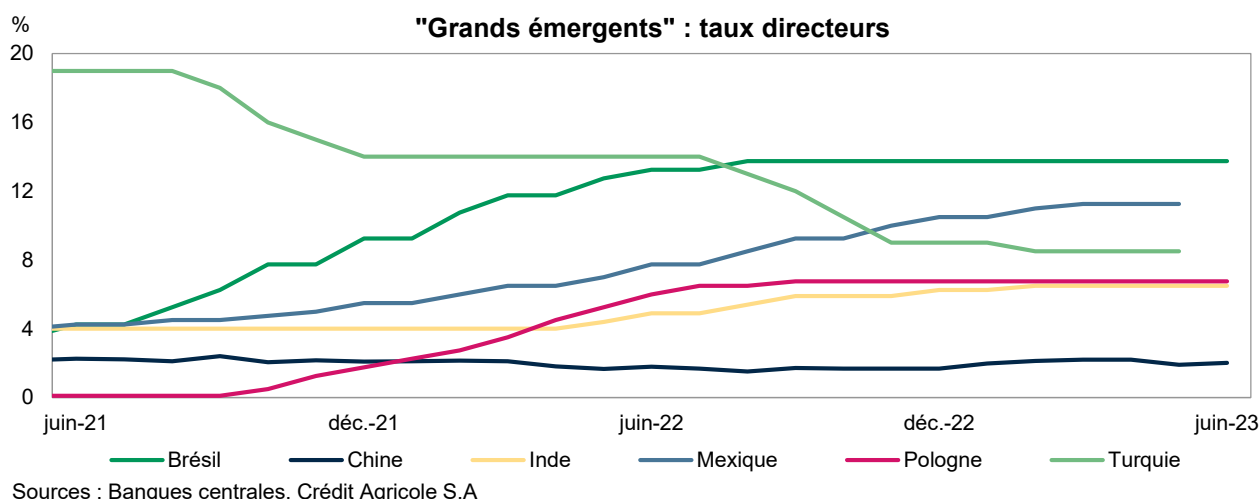
augmentent – qui a poussé l'inflation à la hausse (elle est encore à près de 40% en mai). Le retour annoncé dans la réalité monétaire va secouer une devise que les élections ont déjà fragilisée, ce qui va peser sur la croissance turque en 2023. Ce n'est pas la première fois que la livre « fait du yoyo » et les entreprises sont habituées à couvrir leurs risques de change. Le besoin de financement turc reste néanmoins un risque latent, bien que les pays du Golfe soient à la manœuvre pour reconstituer des réserves dont les incursions sporadiques dans le négatif donnent des sueurs froides. Le risque de liquidité turc est en apesanteur depuis si longtemps que l'on peine à croire à sa matérialisation, véritable syndrome financier du berger qui criait « au loup ».

### *La crise de la démocratie n'est pas finie*

Enfin, **Ankara joue aussi cette année le rôle d'épouvantail pour rappeler aux analystes que la crise de la démocratie est loin d'être finie, en Europe comme ailleurs**. La polarisation des électors va continuer à orienter les scénarios. En Turquie, le vote pro-Erdogan n'est pas un accident, mais un vote de conviction d'une partie de la population qui préfère la sécurité et la synthèse islamo-nationaliste, à la démocratisation et l'inconnu d'une opposition divisée. C'est un signal important à méditer dans l'attente d'autres élections, en Argentine ou en Pologne par exemple.

	Moyenne annuelle	2023	2024
PIB		3,7%	3,9%
Inflation		5,9%	4,3%

**Tandis que le risque politique inquiète dans de nombreux pays et que les risques géopolitiques marquent la conjoncture en Europe de l'Est et en mer de Chine, certains pays tirent leur épingle du jeu du domino géo-économique mondial.** L'Inde, en tête, toute prête à bénéficier d'une diversification vis-à-



vis du risque chinois. Mais le moment « Chine+1 » sera limité à certaines filières, et la « mondialisation des amis » américaine ne résoudra pas les problèmes structurels indiens. Et puis, la concurrence vietnamienne reste forte, dans l'accueil des investisseurs. Cependant, l'heure est bel et bien à un « moment indien<sup>3</sup> » et Modi, patron momentané du G20, est courtisé par les capitales occidentales. De même, la

« normalisation » de l'image saoudienne se poursuit, appuyée sur une perception plus favorable du risque par les investisseurs, qui observent avec intérêt et prudence les réformes structurelles, la transition de la société saoudienne, et l'essor continu d'un PIB hors pétrole.

**Tania SOLLOGOUB**

## CHINE : ENTRE PRUDENCE ET RELANCE

**Loin de la reprise en fanfare espérée, l'économie chinoise peine à retrouver sa dynamique.** La prudence des autorités, qui avaient annoncé que la cible annuelle « autour de 5% » de croissance nécessiterait beaucoup d'efforts, n'est finalement pas de mise seulement pour l'année 2023, mais aussi au-delà. Si ces 5% ne semblent pas hors d'atteinte cette année, les doutes portent sur la capacité de la Chine à maintenir ce rythme, ce qui ne sera sans doute pas possible sans la mise en place de politiques publiques accommodantes.

*L'euphorie post-Covid est vite retombée*

**Après un premier trimestre soutenu par la réouverture de l'économie, la dynamique de croissance s'est rapidement essouffée.** La Chine devrait encore bénéficier d'effets de base favorables au deuxième et troisième trimestres, en particulier pour la consommation domestique, mais manque de moteurs capables de soutenir l'activité à moyen terme. La croissance ne devrait pas dépasser 4,5% en 2024.

Déjà, **la consommation domestique demeure perturbée depuis le Covid.** Les autorités ont eu beau proclamer 2023 « année de la relance de la consommation », la crise de confiance des ménages est profonde. Elle est renforcée par **les turbulences du marché immobilier, qui ne sont toujours pas apaisées**, et par **la crainte que le chômage**, déjà

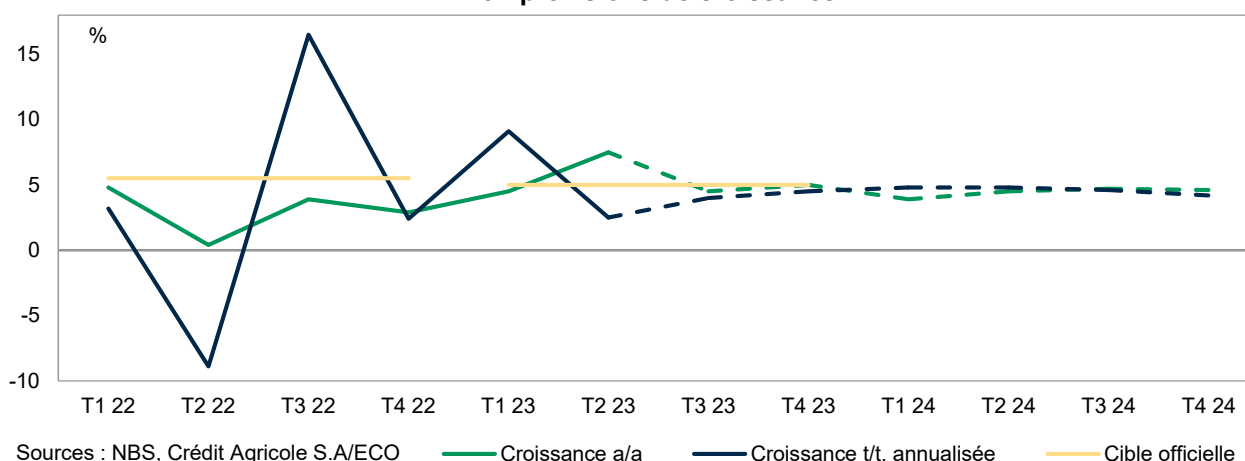
massif chez les jeunes (20,8% des 16 – 24 ans en mai), **ne se diffuse** dans le reste de l'économie. Les ménages ont accumulé près de 10 000 milliards de yuans (environ 1 300 milliards d'euros) supplémentaires sur leurs comptes au premier trimestre. Leur priorité reste le désendettement – le stock de crédits habitation a diminué pour la première fois en vingt ans –, puis l'épargne de précaution avant la consommation.

*À 300% du PIB, l'endettement total de l'économie dépasse celui de la plupart des économies, avancées ou émergentes.*

**Cette atonie se reflète dans les chiffres de l'inflation.** Le pays flirte depuis trois mois avec la déflation, en affichant un rythme de hausse des prix inférieur à 1% en glissement annuel (0,2% en mai). L'inflation ne devrait pas dépasser 1,5% en moyenne en 2023, bien en-dessous de la cible de 3% de la banque centrale. Les prix de production sont quant à eux en contraction depuis le début de l'année.

**La faiblesse de la demande interne couplée au ralentissement du commerce extérieur** – dont la contribution à la croissance devrait être négative cette année – **pèse également sur la production industrielle et sur l'investissement privé**, toujours marqué par les problèmes du secteur immobilier.

Chine : prévisions de croissance



<sup>3</sup> Pour plus d'information, consulter nos publications parues en avril 2023 : [Inde – Derrière le "moment indien", le paradoxe](#)


[économique](#) & [Inde – Derrière le "moment indien", le domino géopolitique](#)

*Une réaction des autorités attendue*

**Les autorités chinoises sont comme prises entre deux feux.** Elles ne peuvent ignorer que la reprise ne tient pas ses promesses, mais manquent encore d'outils adaptés. Les « vieilles recettes » ont perdu de leur efficacité : les investissements massifs réalisés lors des deux dernières phases de ralentissement, en 2008 et 2015, ont conduit à une hausse rapide et massive de l'endettement de l'économie et le capital a perdu de son efficacité. À 300% du PIB, l'endettement total de l'économie dépasse celui de la plupart des économies, avancées ou émergentes.

**Les inquiétudes se concentrent surtout sur les collectivités locales, qui se sont massivement endettées par l'intermédiaire des local government financing vehicles (LGFV), instruments financiers largement utilisés pour financer les grands travaux d'infrastructures,** notamment immobiliers. Privées des recettes liées à la vente de terrains, qui constituaient jusqu'à 40% des revenus de certaines municipalités et mises sous pression par les politiques zéro-Covid, les collectivités locales ont vu leur endettement accélérer ces trois dernières années. Difficile à évaluer en raison de l'opacité entourant les

LGFV, il serait compris entre 30 000 et 50 000 milliards de yuans, soit entre 25 et 40% du PIB.

 Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	5,4%	4,5%
Inflation	1,5%	2,4%

**Attendues sur de nouvelles mesures de soutien à l'économie, les marges de manœuvre des autorités chinoises sont assez réduites.** Pour l'instant, l'assouplissement est surtout monétaire : les taux directeurs à court et moyen termes ont été baissés de 10 points de base et de nouvelles décisions sont attendues sur la partie longue de la courbe et les taux de réserves obligatoires. Côté budgétaire, de nouvelles exemptions de taxes, des politiques de soutien à la consommation et une hausse des financements à travers les banques publiques sont attendues, sans que leur ampleur ne soit connue.

**Sophie WIEVIORKA**

## BRÉSIL : NE PAS GÂCHER UNE OCCASION DE SE RÉJOUIR

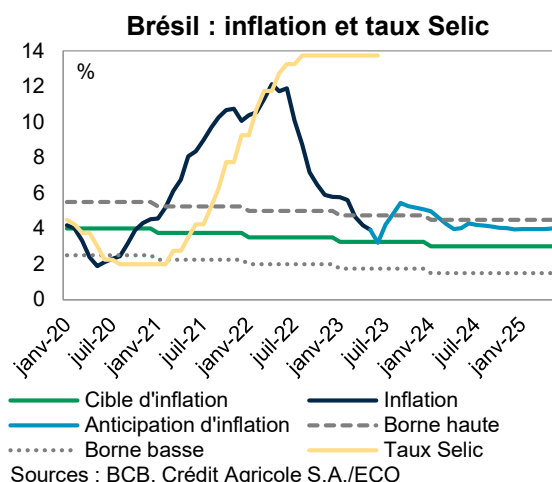
**La croissance, forte et inattendue, du premier trimestre ne doit pas nourrir d'illusions.** Le versant offre révèle une expansion soutenue par le rebond très vigoureux du seul secteur agricole ; versant demande, la consommation privée continue de décélérer, l'investissement de se contracter et la contribution positive des exportations nettes tient plutôt à la contraction des importations.

*Les conditions semblent désormais réunies pour envisager un assouplissement monétaire, d'abord homéopathique, à partir du mois d'août.*

Le ralentissement naturel devrait donc se poursuivre, voire s'amplifier, et ne permet pas de « caler » la prévision à l'acquis de croissance (désormais élevé : 2,4%) mais de la revoir à la hausse. Malgré les performances commerciales (excédent de près de 2,8% du PIB<sup>4</sup>), elles-mêmes dues aux exportations agricoles, le solde courant reste largement déficitaire (-2,8% du PIB), mais les entrées brutes au titre des investissements directs étrangers (4,2% du PIB) assurent un financement sain (quoique coûteux).

**Depuis son pic de juin 2022, l'inflation totale s'est continûment repliée (effet de base favorable) pour désormais se situer à l'intérieur de la fourchette cible de la banque centrale (BCB).** En raison des prix

des services, l'inflation sous-jacente reste trop élevée. Avec un taux directeur figé sur un haut plateau (Selic à 13,75% depuis août 2022), la BCB mène une politique restrictive au regard, notamment, du taux réel neutre qu'elle estime à 4%. La BCB n'a, en effet, cessé d'insister sur les risques haussiers pesant sur son scénario d'inflation (5% fin 2023, puis 3,6% fin 2024) au titre desquels figurait l'incertitude sur le futur ancrage budgétaire.




<sup>4</sup> Données de la balance des paiements à la fin du mois de mai ; soldes/flux cumulés sur 12 mois.



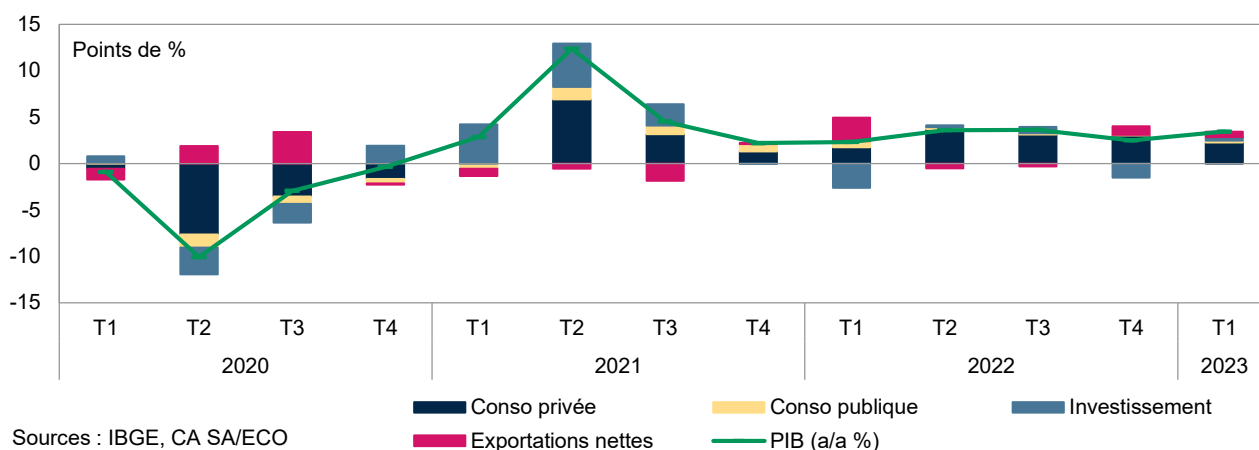
Si le « risque d'exécution » reste, le nouvel ancrage budgétaire<sup>5</sup> lève une partie de l'hypothèque. Moins radical que le plafond des dépenses, il inscrit certes l'ajustement dans la durée, fait porter prioritairement l'effort sur les recettes mais incite à améliorer la base fiscale et la collecte de l'impôt. Or, le gouvernement a également élaboré un projet de réforme fiscale devant permettre une augmentation des recettes (1,5% du PIB espéré). Enfin, le CMN<sup>6</sup> vient de fixer la cible d'inflation pour 2026 (3%, avec une marge de tolérance de +/-1,5 point de pourcentage, mais avec un « ciblage en continu »). Les conditions semblent désormais réunies

pour envisager un assouplissement monétaire, d'abord homéopathique, à partir du mois d'août.

 Moyenne annuelle	2023	2024
PIB	2,0%	1,5%
Inflation	5,1%	4,0%

Catherine LEBOUGRE

### Brésil : croissance & contributions



Sources : IBGE, CA SA/ECO

## RUSSIE : LA DÉTÉRIORATION SE POURSUIT

### Une croissance faible

La dynamique économique russe est restée atone. Les données récentes pourraient certes faire croire à une amélioration : les ventes au détail et la production industrielle progressent à nouveau en glissement annuel, depuis mars et avril respectivement, mais cela résulte en grande partie d'un effet de base puisque les chiffres publiés l'an dernier, après le début de l'invasion, avaient été faibles. La croissance économique devrait rester modeste au second semestre. Après la contraction observée en 2022, **la croissance devrait être nulle ou très faible en 2023.**

### Des problèmes dans la durée

Les sanctions ont conduit certains producteurs russes à perdre des marchés au profit de producteurs étrangers. De telles substitutions ont toutefois été plus faciles à mettre en œuvre dans certains secteurs à faible valeur ajoutée et dans les services que dans les secteurs à plus forte valeur ajoutée. L'accès réduit à la technologie devrait rester une difficulté majeure pour

l'économie russe. La Russie avait déjà un problème de faiblesse de sa croissance potentielle avant la guerre, celle-ci et les sanctions qui en résultent aggravent considérablement la situation. Il s'agit de problèmes durables qui continueront à peser sur la croissance économique au cours des prochaines années.

### Détérioration de la balance courante et du solde budgétaire

En outre, la balance courante et le solde budgétaire se détériorent. Avant le début de la guerre, la Russie bénéficiait d'une situation favorable, tant en termes de marge de manœuvre budgétaire (avec un ratio dette sur PIB particulièrement faible) qu'en termes de balance des paiements (avec un fort excédent courant lié aux exportations de matières premières).

Le solde budgétaire s'est toutefois détérioré au cours des derniers mois : le budget de l'État est devenu déficitaire depuis la fin de l'année dernière. Les dépenses liées à la guerre combinées à la baisse des

<sup>5</sup> L'objectif est désormais exprimé en termes de solde primaire (équilibre pour 2024, excédent de 0,5% du PIB en 2025, 1% du PIB en 2026). Combinée aux nouvelles règles encadrant la croissance des dépenses, croissance elle-même conditionnée par celle des recettes, cette stratégie doit, selon le gouvernement,

permettre au ratio dette/PIB de plafonner sous 80% en 2026 (selon la définition nationale).

<sup>6</sup> *Conselho Monetário Nacional* composé des ministres des Finances, du Budget, du gouverneur de la BCB.

prix de l'énergie et des volumes exportés ont conduit à une évolution défavorable des dépenses et des recettes publiques. Fait notable, début juin, le gouvernement a arrêté de publier le détail des dépenses budgétaires.


*L'accès réduit à la technologie devrait rester une difficulté majeure pour l'économie russe.*

Sur le plan extérieur, la Russie a enregistré des excédents commerciaux et courants importants l'an dernier. La balance commerciale s'est cependant détériorée au cours du second semestre 2022 et au début de l'année 2023, de façon plus importante que ce que l'évolution des cours du pétrole laissait supposer. Cette détérioration, conjuguée à la baisse des taux d'intérêt, a contribué à faire baisser le rouble face au dollar en fin d'année dernière.

#### La fin de la désinflation

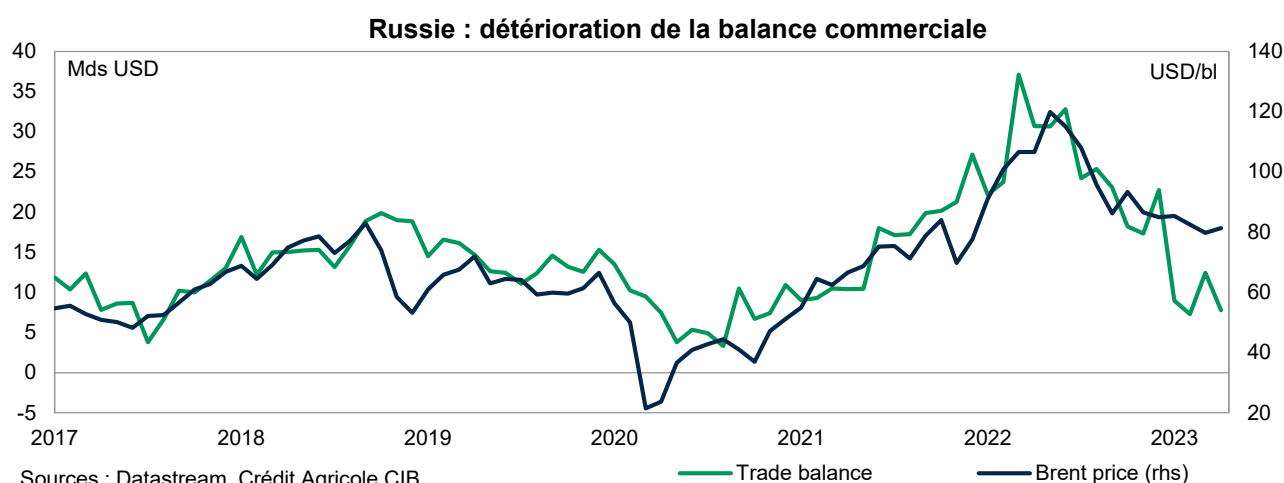
L'inflation a baissé rapidement au cours de l'année écoulée et atteint des niveaux historiquement bas au deuxième trimestre. Cependant, après avoir fortement réduit ses taux l'an dernier, la banque centrale est

restée prudente et a maintenu son taux directeur inchangé à 7,5% en 2023. Elle est attentive au risque de remontée de l'inflation, en particulier si la politique budgétaire devient plus expansionniste. Or, la dépréciation du rouble et les tensions observées sur le marché du travail suggèrent des risques haussiers sur les prix.

 En variation annuelle	2023	2024
PIB	0,0%	1,0%
Inflation	5,0%	4,0%

**Notre scénario central table toutefois sur un *statu quo* monétaire au second semestre**, dans la mesure où les taux d'intérêt réels sont actuellement bien ancrés en territoire positif : cela devrait suffire à contenir les pressions inflationnistes, à moins d'une accélération de la dépréciation de la devise.

Sébastien BARBÉ




## INDE : LE CLIMAT, TALON D'ACHILLE D'UNE ÉCONOMIE QUI RESTE FORTE

**Comparée aux autres pays asiatiques, l'Inde affiche de très bonnes performances économiques depuis le début de l'année.** La croissance a atteint 6,1% au premier trimestre, un chiffre élevé qui n'a été dépassé que par les Philippines. La consommation des ménages, soutenue par des revenus ruraux élevés (eux-mêmes liés à une production agricole importante), s'est maintenue, malgré l'augmentation du coût de la vie et la hausse des taux d'intérêt. La vigueur des services et de l'activité manufacturière permet aux revenus urbains de contribuer également à la bonne tenue de la consommation. L'économie indienne continue, par ailleurs, de bénéficier du *friendshoring* (« mondialisation entre amis ») : de grandes entreprises technologiques, telles qu'Apple ou Foxconn,

implantent des usines en Inde afin d'alléger le poids de la Chine dans leurs chaînes d'approvisionnement. Enfin, dans son dernier budget, le gouvernement a repoussé d'un an le retour à l'équilibre, afin d'augmenter certaines dépenses avant les élections nationales d'avril et mai 2024. Les dépenses publiques en infrastructures, déjà élevées, ont encore augmenté et le gouvernement a également accordé des réductions d'impôts à la classe moyenne. **Notre scénario retient donc un ralentissement limité de la croissance du PIB à 5,5% en 2023, après 6,7% en 2022.**

**Ce scénario de ralentissement modéré ne mésestime pas les difficultés auxquelles l'économie indienne va être confrontée au cours des**

**prochains trimestres.** Tout d'abord, le ralentissement de la croissance mondiale va avoir un effet négatif sur les activités manufacturières et technologiques du pays. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt pèse sur le climat des affaires et, à l'instar du ralentissement de la croissance mondiale, va pénaliser l'investissement. Enfin, l'évolution météorologique, qui pourrait déboucher sur un phénomène *El Niño*, est le facteur de risque le plus important. Un tel phénomène entraînerait une mousson déficitaire et pénaliserait la production agricole et la croissance économique. Le service météorologique indien (IMD) prévoit une saison de mousson à peu près moyenne, avec des pluies représentant 96% de leur moyenne à long terme : il s'attend en effet à ce que l'impact d'*El Niño* soit compensé par un autre phénomène météorologique, un dipôle positif de l'océan Indien.

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

**Une mousson faible pèserait sur la croissance, mais ferait également croître les prix alimentaires, générant d'éventuelles nouvelles hausses des taux directeurs.** L'inflation s'est repliée à 4,25%, un niveau proche de l'objectif de 4% de la *Reserve Bank of India* (RBI) et compatible avec sa zone de tolérance (entre 2% et 6%). Les hausses de taux de la RBI, la baisse des prix alimentaires et la baisse des cours du pétrole ont contribué à faire baisser l'inflation. Le cycle de resserrement monétaire est probablement terminé, avec un taux *repo* à 6,50%, 25 points de base plus bas

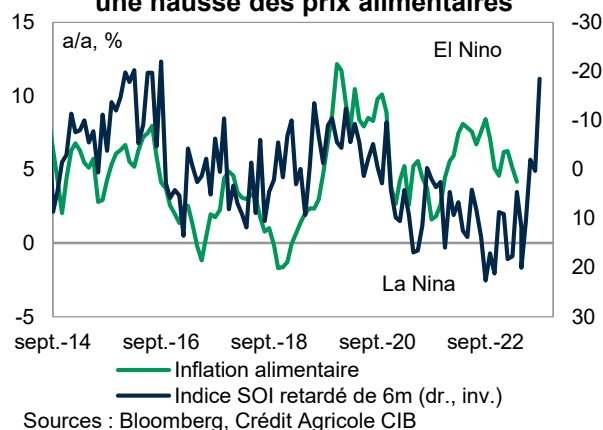
que nous ne l'avions anticipé. La RBI observe un *statu quo*, avec un biais à la hausse des taux, dans l'attente des précipitations de la mousson.

*L'inflation est tombée à 4,25%, un niveau proche de l'objectif de 4% de la RBI et compatible avec sa zone de tolérance (entre 2% et 6%).*

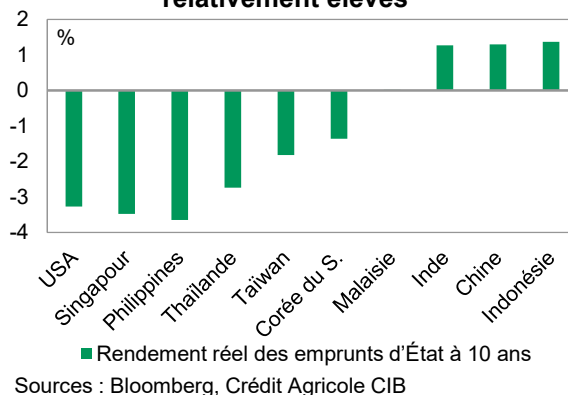
**Malgré les hausses de taux directeurs et la baisse des cours du pétrole au premier semestre 2023, la roupie indienne a subi des pressions à la baisse.** La devise a été affaiblie par la force du dollar, la hausse des rendements des *US Treasuries*, ainsi que par les inquiétudes des investisseurs concernant la gouvernance des entreprises indiennes, suite à la chute du cours de l'action d'*Adani Group*, visé par des ventes à découvert de la part d'*Hindenburg Research*. Cependant, contrairement à d'autres entreprises visées par ce type d'attaque, *Adani Group* était relativement riche en actifs physiques générateurs de revenus tels que des ports et des voies de chemins de fer, ce qui lui a permis de surmonter cette épreuve. La dépréciation de la roupie a également été favorisée par les achats de devises de la RBI destinés à reconstituer ses réserves de change. Avec une inflation sous contrôle, un rendement réel relativement élevé et des cours du pétrole qui peinent à augmenter dans un contexte de reprise chinoise *post-Covid* hésitante, les perspectives pour la roupie sont positives sous l'hypothèse des pluies de mousson moyennes et d'un dollar plus faible en fin d'année, lorsque les marchés commenceront à s'attendre à des baisses des taux directeurs américains. **Nous prévoyons un cours de 81 roupies pour un dollar fin 2023.**

David FORRESTER

**Inde : El Niño menace d'entraîner une hausse des prix alimentaires**



**Inde : les rendements réels des obligations à LT sont relativement élevés**





# SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – La remontée des cours se fait désirer

Gaz – Vive la sobriété

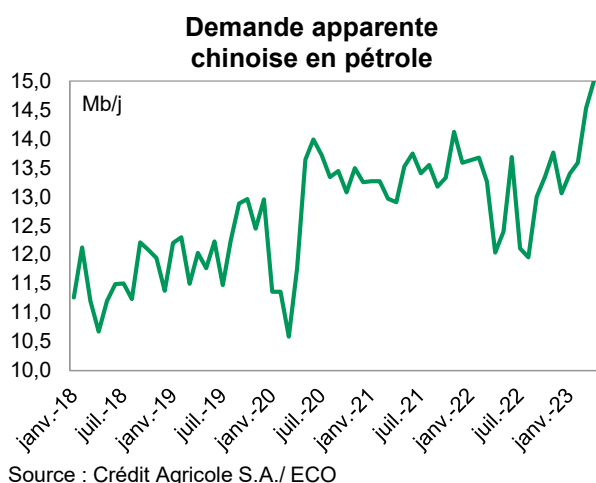
Prix alimentaires – Signes de décrue



# Pétrole – La remontée des cours se fait désirer

**Si les réductions de production annoncées par l'OPEP+ n'ont pas eu l'effet escompté sur les cours, elles pourraient bien finalement tendre le marché sur le second semestre 2023 et en 2024, à condition toutefois qu'elles soient bien appliquées.**

Les réductions successives de quotas de l'OPEP+ et l'annonce récente de l'Arabie saoudite de réduire d'un million de barils supplémentaires par jour, en juillet prochain, ne parviennent pas à relancer les cours au-delà de la barre des 80 dollars par baril. Il faut dire que les craintes de récession pèsent sur la demande, notamment dans les pays de l'OCDE. Alors que, selon l'Agence Internationale de l'Énergie, la demande mondiale en pétrole devrait augmenter de 2,2 millions de barils par jour en 2023, la croissance de la demande des pays de l'OCDE ne devrait pas dépasser 300 000 barils par jour. L'Asie devrait donc rester le moteur principal de la croissance de la demande en pétrole en 2023, comme le suggère l'augmentation de la demande chinoise en mars et avril derniers.



**Malgré une volonté affichée de réduire sa production, l'OPEP+ ne parvient toujours pas à atteindre ses objectifs.** En cumulant les réductions annoncées en novembre 2022 et avril 2023, l'OPEP+ devrait produire 3,66 millions de barils de moins qu'en août 2022. Selon les données de l'Agence Internationale de l'Énergie, au mois de mai 2023, l'OPEP+ n'aurait réduit sa production que de 1,35 million de barils par jour par rapport à août 2022. Alors que les quatre gros producteurs du Moyen-Orient (Arabie saoudite, Irak, Koweït et Émirats arabes unis) ont réduit leur production de 1,9 million de barils par jour, d'autres membres de l'OPEP+ se montrent moins disciplinés. C'est notamment le cas du Nigéria et du Kazakhstan, dont les pétroles sont particulièrement appréciés par l'Europe comme substitut de choix au pétrole russe. L'Iran, qui n'est pas soumis aux systèmes de quotas, augmente également sa production malgré l'embargo. Quelques fissures apparaissent dans la cohésion de l'OPEP+. Plusieurs pays semblent reprocher un manque de transparence

du système de quotas mis en place par l'axe Arabie saoudite-Russie. Hors OPEP+, de nombreux pays producteurs ont aussi augmenté leur production de pétrole. C'est le cas des États-Unis avec environ 650 000 barils par jour entre les mois d'août 2022 et avril 2023. Sur la même période, les États-Unis ont également prélevé l'équivalent de 350 000 barils par jour sur leurs réserves stratégiques, permettant ainsi de compenser la majeure partie des baisses nettes de production de l'OPEP+.

*L'Asie devrait donc rester le moteur principal de la croissance de la demande en pétrole en 2023.*

**Notre scénario se fonde sur une relative bonne cohésion au sein du groupe OPEP+ en 2023 et 2024,** avec une Arabie saoudite toujours prête à défendre le cartel qu'elle dirige, en modulant sa production en fonction de celles des autres membres du groupe. La production américaine devrait commencer à atteindre un possible plateau autour de 19 millions de barils par jour. Nous estimons que les technologies nécessaires pour booster les productions de roches-mères ne seront pas encore largement déployées en 2023 et 2024. Pour limiter l'effet sur les prix de la réduction d'un million de barils par jour cet été pendant la « *driving season* » aux États-Unis mais aussi en Europe, les États-Unis continueront à prélever sur leurs réserves stratégiques jusqu'à la fin du troisième trimestre 2023 à un rythme toutefois plus faible que celui de 670 000 barils par jour entre le 25 février et le 31 décembre 2022.

	Prix moyen du pétrole par baril
T2 2023	78,8 \$
2023	82,5 \$

Dans l'hypothèse d'une relative bonne discipline et d'une cohésion de l'OPEP+, les capacités de l'offre à s'adapter à une augmentation de la demande devraient faiblir. Avec une croissance de la demande de pétrole d'un million de barils en 2024, le marché pétrolier devrait se tendre progressivement. **Notre scénario est donc basé sur un prix moyen du pétrole de 83 et 93 dollars par baril en 2023 et 2024 respectivement.**

**Stéphane FERDRIN**

## Gaz – Vive la sobriété

**La sobriété a permis à l'Europe de traverser l'hiver dernier sans pénurie et sans *black-out*. Il sera indispensable de poursuivre cette sobriété, afin de renforcer l'Europe et lui permettre de faire face aux prochains défis que le marché du gaz est susceptible d'avoir à affronter.**

À la sortie de l'hiver, les prix du gaz naturel ont continué leur décrue et ont atteint des niveaux bien inférieurs à ceux de l'année dernière, alors que le gazoduc Nordstream 1 était encore opérationnel sur le deuxième trimestre 2022. Ce miracle est essentiellement dû aux réductions de la demande en gaz naturel en Europe mais aussi en Asie. De nombreux pays en Asie ont réduit leur consommation de gaz naturel en augmentant souvent leur consommation de charbon. Cette baisse de la demande de GNL (gaz naturel liquéfié) en Asie permet à l'Europe de maintenir ses importations de GNL, si cruciales pour sa sécurité énergétique. L'Europe a également baissé sa consommation de gaz naturel. Les efforts de sobriété qu'elle a accomplis cet hiver et qu'elle prolonge ce printemps et cet été lui assurent un bon taux de remplissage de ses stocks. Aujourd'hui remplis à près de 75%, les stocks européens ont environ un mois et demi d'avance sur le taux moyen de remplissage. La combinaison d'importations de GNL et de baisse de la consommation permet d'aborder l'approche du prochain hiver avec plus de sérénité que l'année dernière.

*Les efforts de sobriété qu'elle a accomplis cet hiver et qu'elle prolonge ce printemps et cet été assurent à l'Europe un bon taux de remplissage de ses stocks.*

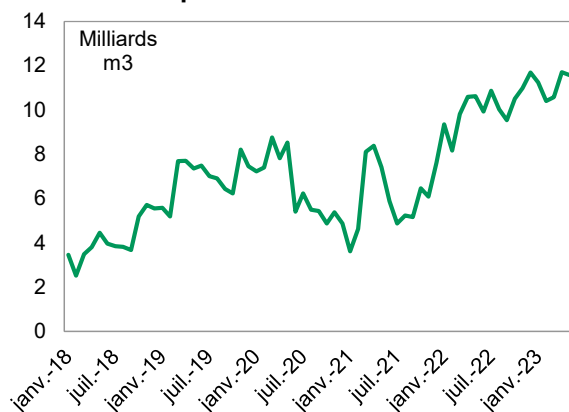
**Cependant, il convient de rester prudent et de maintenir les efforts de sobriété sur 2023 et 2024.** En effet, il est possible que les autorités hollandaises

annoncent l'arrêt définitif avant la fin 2023 de l'exploitation du champ de gaz Groningen qui alimente l'Europe depuis 1963. Avec un pic de production de 88 milliards de m<sup>3</sup> en 1976, Groningen, responsable de la « maladie hollandaise » ayant affecté l'économie des Pays-Bas dans les années 60, a constitué une source d'approvisionnement de premier plan pour l'Europe jusqu'au milieu des années 2010. Alors que Groningen produisait encore 57 milliards de m<sup>3</sup> en 2013, l'accumulation de tremblements de terre dans la zone d'exploitation a cependant poussé les autorités hollandaises à fortement diminuer sa production. En 2022, Groningen ne produisait plus que 4,8 milliards de m<sup>3</sup>. Si son arrêt est confirmé avant la fin 2023, l'Europe devra alors soit importer davantage de GNL, soit réduire d'autant sa consommation pour éviter de tendre un marché du gaz avec peu de nouvelles capacités en 2023 et en 2024. De plus, même si l'Europe a bénéficié ces dernières années d'hivers relativement doux, il ne faut pas exclure la possibilité d'un prochain hiver plus rude qui inévitablement augmentera la consommation en gaz naturel, afin de satisfaire des besoins de chauffage plus importants.

Conditions météorologiques exceptionnelles exclues, **si le marché du gaz naturel en Europe parvient à maintenir son équilibre actuel autour des deux piliers que sont le GNL et la sobriété, les prix du gaz naturel devrait alors rester stables** avec toutefois des risques périodiques de volatilité.

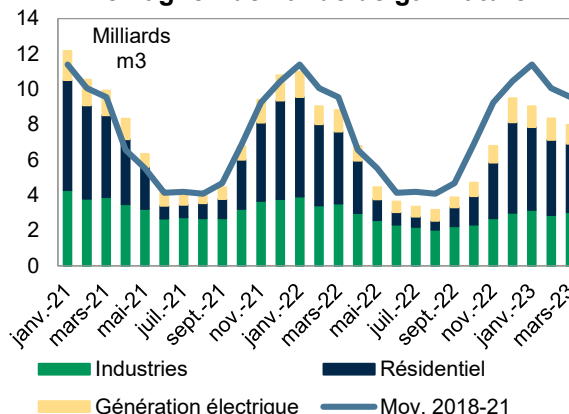
**Stéphane FERDRIN**

**UE : importations brutes de GNL**



Source : Crédit Agricole S.A.

**Allemagne : demande de gaz naturel**



Sources : © Bundesnetzagentur, Destatis, CA S.A./ECO

## Prix alimentaires – Signes de décrue

En décembre 2022, **au sein de l'Union européenne**, les prix à la consommation ont progressé de 10,4% (sur douze mois). Les produits alimentaires ont, pour leur part, **augmenté de 18,2%**. **L'inflation s'est d'abord** nourrie de la crise énergétique, en voie de normalisation au printemps 2023. Mais les distorsions de prix propres aux filières alimentaires prennent désormais le relais.

En France, le caractère cumulatif, auto-entretenu, des hausses de prix alimentaires a marqué l'année 2022 : parties de 0,16% en janvier, elles terminent à 12,6% en décembre (prix alimentaires Insee IPA, douze mois). **En mars 2023, on observe un premier mouvement de modération simultanée de l'indice général et de de l'indice alimentaire.** On veut croire que les données de mars-avril 2023 annoncent le reflux : pour l'Insee, entre avril et mai, l'indice général des prix à la consommation passe de 5,9% à 5,1% en mai et l'indice des prix alimentaires de 15% à 14,3%. Première inflexion depuis quatorze mois, la statistique professionnelle qui suit spécialement les produits de grande consommation (PGC) confirme une hausse de 16% en mai (*id.* glissement sur douze mois).

**En 2022 et sur le premier trimestre 2023, les acteurs des filières alimentaires se transmettent l'inflation « importée » de l'amont vers l'aval**, une transmission qui reflète la nécessité d'absorber de fortes hausses de coûts amont, externes aux filières : énergie, puis intrants agricoles, constitution de stocks, produits d'emballage. Le mécanisme des négociations commerciales obligatoires (NCA) intervient, ralentissant les décisions, dans un environnement certes incertain : les négociations sont closes fin février 2023, mais les prix augmentent encore en mars et avril.

Dans ce chaînage, agriculture – industrie agroalimentaire – distribution, les produits agricoles d'origine française ont partiellement bénéficié du dispositif des lois EGAlim (non-négociabilité de certains prix agricoles). À l'échelon suivant d'amortir le choc. Certaines industries agro-alimentaires ont mentionné une incidence-prix de l'ordre de 7% (prix fournisseur à la

distribution). En bout de chaîne, l'indice PGC atteint 16,2% en mars, croît faiblement en avril (16,4%), enregistre son premier fléchissement en mars (16%). Il était temps : le prix consommateur des produits de référence devenait dissuasif.

*Dans le chaînage, agriculture – industrie agro-alimentaire – distribution, les produits agricoles d'origine française ont partiellement bénéficié du dispositif des lois EGAlim.*

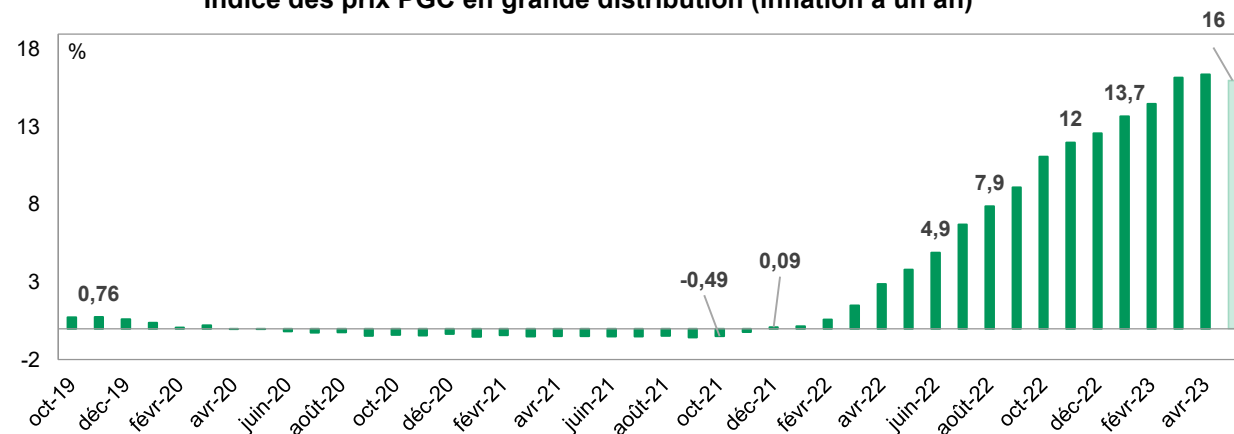
Quelle que soit l'évolution future de ces prix d'offre, les consommateurs ont déjà sensiblement changé leurs habitudes :

- ✓ Les achats alimentaires baissent en volume – c'est sans précédent ;
- ✓ Les consommateurs se réorientent vers les offres marques de distributeurs (MDD), voire les « premiers prix ». Les ventes bio en 2022 enregistrent une chute accélérée (-6%) qui confirme que le prix est prioritaire. Les instruments de mesure peinent à suivre : références, panels, sont-ils toujours pertinents ?

Prix alimentaires	
Inflation en 2023	7,5%

**Face à ces enjeux, les filières ont été fortement incitées à revisiter les pactes commerciaux des négociations 2022-2023.** Il s'agit de faire « recirculer » les coûts des intrants en révision des prix,

Indice des prix PGC en grande distribution (inflation à un an)



Sources : IRI Circana, Crédit Agricole SA / ECO

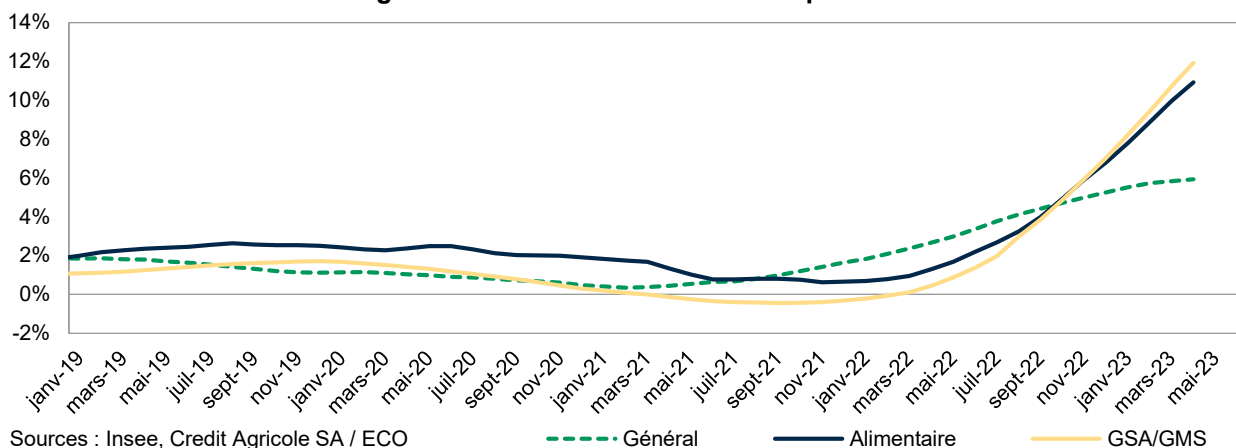
cette fois-ci à la baisse, entre deux périodes de NCA. Ce mouvement d'accords de prix à rebours s'est nécessairement enclenché, ne serait-ce que pour des motifs de concurrence, au niveau de la grande distribution en particulier. La manœuvre est lente en raison, notamment, de la durée de liquidation des stocks constitués au plus haut.

**Si les prix de l'énergie restent stables, on assistera cette année à une modération des prix**

**alimentaires** : effet de base d'abord (pic des prix énergie fin 2022), amplifié ensuite par des renégociations de plus en plus actives sur les intrants matières premières. L'inflation alimentaire pourrait ainsi diminuer de moitié d'ici à la fin de l'année (mai 2023 : 14,3%, décembre : 7,5% – Insee).

Noël ISORNI

**Inflation générale vs inflation alimentaire : prix de l'offre**







# MARCHÉS

Politique monétaire – **Le terme des hausses de taux directeurs s’approche (enfin)**

**Taux d’intérêt** – Encore un peu de patience

Taux de change – Confinement prolongé

# Politique monétaire – Le terme des hausses de taux directeurs s'approche (enfin)

Si **l'inflation totale** a déjà enregistré un net repli largement « mécanique », la **résistance de l'inflation sous-jacente**, elle-même alimentée par une croissance plus robuste qu'anticipé, a conduit les banques centrales à se montrer agressives. **Sous réserve de la poursuite du repli de l'inflation, mais surtout de celui de l'inflation sous-jacente**, le terme des hausses de taux directeurs serait (enfin) vraiment proche.

## RÉSERVE FÉDÉRALE : STOP OU ENCORE ?

**Après dix hausses de taux consécutives totalisant 500 points de base, la Fed a laissé ses taux inchangés lors de sa réunion de juin, tout en indiquant très clairement que de nouvelles hausses pourraient intervenir.** L'élément le plus notable a été le *dot plot*, plus *hawkish* qu'anticipé par le marché (et nous) : la projection médiane pour 2023 suggère en effet un resserrement supplémentaire de 50 points de base, contre 25 points de base attendu.

**Ce *dot plot* agressif ne nous a toutefois pas complètement convaincus :**

- ✓ Tout d'abord, l'évolution du *dot plot* a fait partie intégrante d'un compromis entre les « colombes » et les « faucons » du FOMC, ces derniers n'acceptant le *statu quo* qu'en échange de la suggestion de nouvelles hausses possibles des taux.
- ✓ Par ailleurs, le *dot plot* a été utilisé comme une sorte d'avertissement. La Fed, consciente du fait que les marchés allaient s'accrocher à tout signe suggérant la fin des hausses de taux, s'est probablement inquiétée d'un assouplissement des conditions financières qu'un *statu quo* était susceptible de provoquer. Par conséquent, le *dot plot* peut témoigner de la volonté de contrer ce type de réaction et de s'assurer que les marchés n'anticipent pas, de nouveau, des baisses de taux avant la fin de l'année.

- ✓ Enfin, les prévisions de croissance de la Fed sont plus optimistes que les nôtres : la Fed a relevé sa projection médiane de croissance du PIB à 1,0% pour 2023, alors que notre scénario (0,3% en année glissante) nous conduit à tabler sur une trajectoire moins agressive du taux des *Fed funds*.

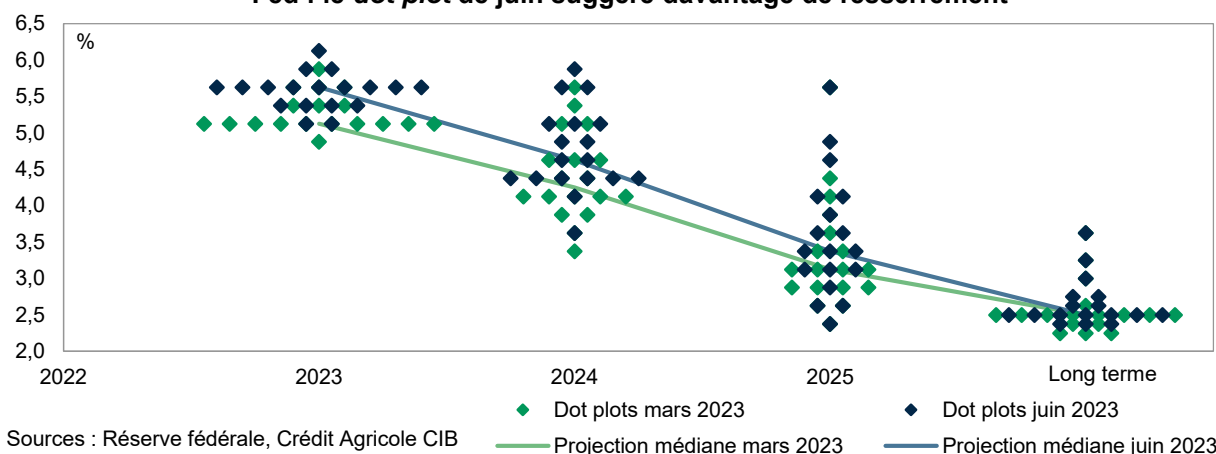
**Le rapport d'inflation qui sera publié avant le FOMC du mois de juillet constatera probablement une forte baisse de l'inflation totale.**

**La Fed devrait maintenir ses taux inchangés jusqu'à la fin de l'année.** En termes de calendrier, le rapport d'inflation qui sera publié avant le FOMC du mois de juillet constatera probablement une forte baisse de l'inflation totale, en raison des effets de base sur les prix de l'énergie, ainsi qu'un recul de l'inflation sous-jacente. Cela pourrait permettre à la Fed de maintenir son *statu quo* en juillet. Ensuite, en septembre, les données pourraient commencer à se détériorer de manière plus générale, validant le *statu quo* de la Fed.

**Les risques d'un taux terminal plus élevé ont néanmoins sensiblement augmenté,** comme le suggère le dernier *dot plot* : de nouvelles hausses de taux sont possibles, si l'économie se montre plus résiliente que notre scénario ne le retient.

Nicholas VAN NESS

Fed : le *dot plot* de juin suggère davantage de resserrement



## BCE : ALLER PLUS HAUT

**Malgré la baisse de l'inflation engagée depuis la fin de l'année 2022, la BCE devrait conserver une politique monétaire restrictive, voire très restrictive, au cours des prochains trimestres.**

En effet, au-delà des chiffres rassurants en provenance de l'inflation totale, l'inflation sous-jacente reste élevée et devrait demeurer autour de ses niveaux actuels, entre 5% et 5,5% au cours des prochains mois. Par ailleurs, même si les deux indices sont amenés à baisser de manière plus ou moins continue au cours des deux prochaines années, non seulement cette baisse sera trop lente, mais encore, il est loin d'être acquis que l'inflation convergera spontanément vers la cible de la BCE.

**Dans ce contexte, la BCE devrait encore remonter ses taux à deux reprises, en juillet et en septembre.** À l'issue de la réunion de septembre, le taux de dépôt atteindra 4% – il devrait rester à ce niveau. Quant aux autres taux, la BCE pourrait décider de « re-symétriser » son corridor en le contractant, ce qui placerait le taux de refi à 4,25% et le taux de la facilité marginale à 4,50%.

Comme indiqué par la BCE et comme justifié par les perspectives d'inflation, la BCE devrait conserver ses taux inchangés entre septembre 2023 et septembre 2024. À partir de septembre 2024, lorsque l'inflation à moyen terme – à horizon dix-huit mois – sera attendue autour de la cible de la BCE, celle-ci pourra alors faire converger ses taux directeurs vers son taux neutre, c'est-à-dire juste au-dessus de 2%. Cette normalisation de la politique monétaire pourra se faire

graduellement (25 points de base par réunion), selon l'environnement économique.

*La BCE devrait conserver ses taux inchangés entre septembre 2023 et septembre 2024.*

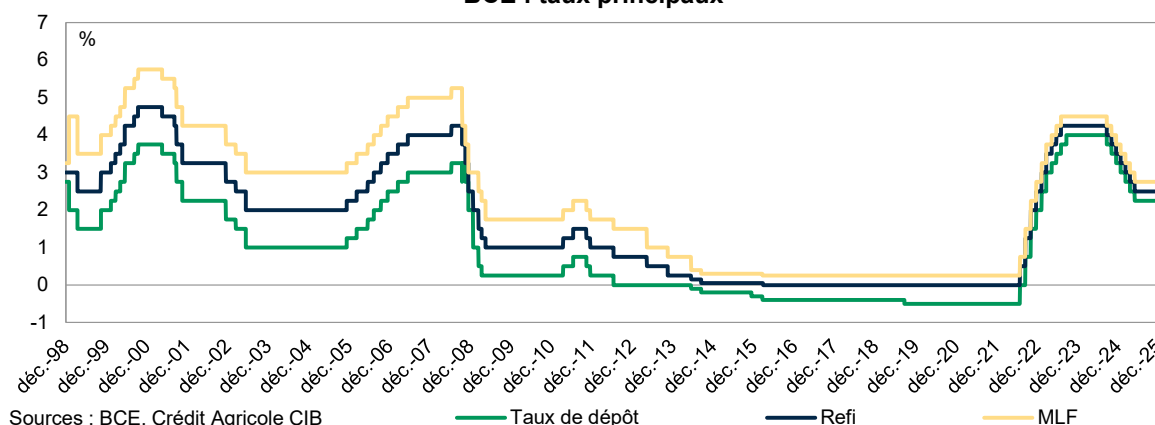
**En parallèle de ses hausses de taux, la BCE va poursuivre son *quantitative tightening*.** Comme annoncé et confirmé en juin, la BCE va cesser tous les réinvestissements dans son programme d'achat d'actifs (APP) à partir de juillet 2023, ce qui correspond à une réduction de son bilan de l'ordre de 27 milliards d'euros par mois.

**Quant au programme d'achats de titres d'urgence (PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*), en revanche, la BCE a confirmé son intention de continuer ses réinvestissements jusqu'à la fin 2024.** La poursuite de ce programme nous semble incompatible avec le resserrement monétaire mis en place par les autres outils. Par conséquent, nous anticipons un changement dans la communication de la BCE d'ici la fin de l'année puis un arrêt des réinvestissements en 2024.

**Le remboursement des TLTRO va se poursuivre jusque fin 2024, plus graduellement après le remboursement de juin 2023.** Ils contribueront pour une large part au resserrement monétaire, en réduisant la liquidité et en renchérissant les coûts de financement du système bancaire.

**Louis HARREAU**

**BCE : taux principaux**



## BANQUE D'ANGLETERRE : LES PRESSIONS INFLATIONNISTES DOMESTIQUES PERSISTENT, LA BOE POURSUIT SON RESSERREMENT

La BoE a opéré un changement de tonalité significatif au mois de mai. Plus *hawkish*, elle a révisé significativement à la hausse ses prévisions de croissance (qui écartent désormais la récession du scénario central), d'inflation (avec une cible atteinte seulement début 2025, contre mi-2024 prévu auparavant), et à la baisse ses prévisions de taux de chômage (qui resterait inférieur à 4% jusqu'à fin de l'année prochaine). Le taux d'inflation a en effet continué de surprendre à la hausse, notamment en raison de rebonds des composantes sous-jacentes (et des produits alimentaires). Le marché du travail a aussi été plus dynamique qu'anticipé : le taux de chômage a baissé à 3,8% en avril, les créations d'emplois ont augmenté (+250 000 sur les trois derniers mois) et la croissance des salaires a rebondi (7,2%). Une demande domestique relativement résistante et des conditions du marché du travail qui restent tendues ont conduit la BoE à appuyer sur l'accélérateur en juin, délivrant une hausse de taux de 50 points de base (pdb). Le taux directeur a été ainsi porté à 5%, son plus haut niveau depuis février 2008.

Alors que les chocs externes se dissipent peu à peu, l'inflation britannique est de plus en plus influencée par des facteurs domestiques. Des effets de second tour sont clairement à l'œuvre : d'une part, il y a eu des renégociations salariales significatives dans certains secteurs en réponse à l'augmentation de l'inflation et, d'autre part, les entreprises répercutent sans trop de difficultés la hausse des coûts de production dans les prix finaux, grâce à une demande domestique qui résiste mieux que prévu à la baisse du pouvoir d'achat et au resserrement monétaire. Les effets de ce dernier vont, par ailleurs, se faire sentir plus tardivement que lors des épisodes de resserrement passés, en raison de la part réduite d'emprunts immobiliers à taux variable.

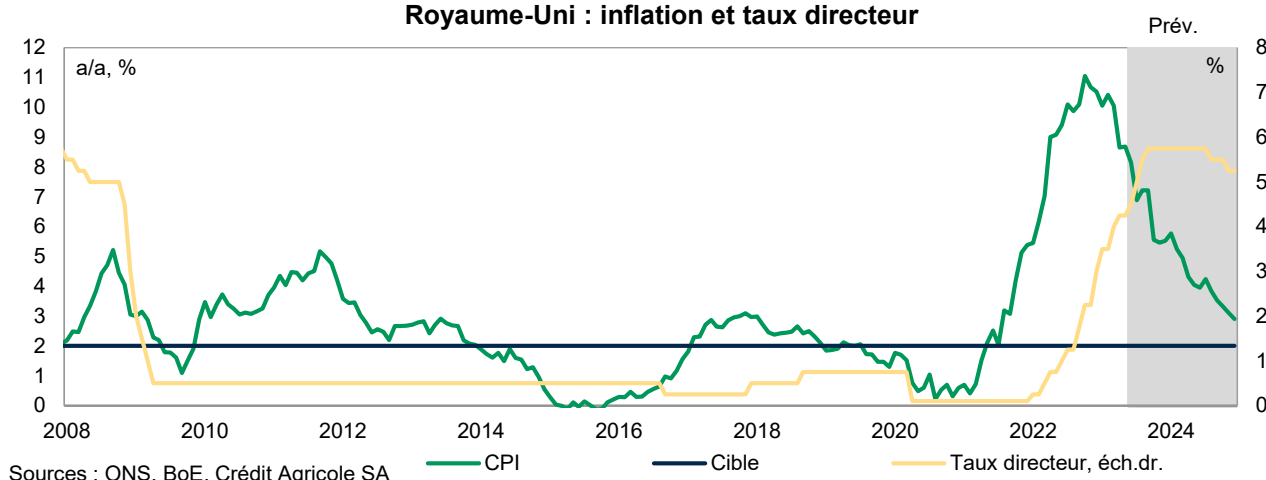
Des indicateurs avancés suggèrent que la croissance des salaires devrait s'affaiblir dans les prochains mois. En outre, les anticipations d'inflation des ménages à court terme ont diminué (à 3,5% en mai, un plus bas depuis novembre 2022, contre 3,9% en février, selon la dernière enquête IPSOS/BoE), ce qui plaide aussi en faveur de moindres revendications salariales. Les conditions sur le marché du travail restent favorables certes, mais les postes vacants s'inscrivent en baisse depuis plusieurs mois et le taux de participation rebondit, signes que les déséquilibres commencent à se résorber très lentement. On est donc probablement au pic de l'inflation sous-jacente, un pic qui risque de prendre la forme d'un plateau pour le restant de l'année. Côté pressions externes, les coûts de production des entreprises ont fortement diminué et la hausse des prix à la production des sortants a chuté en mai (à 2,9% contre 5,2% en avril). Mais, là encore, le comportement de reconstruction des marges des entreprises qui semble à l'œuvre pourrait retarder toute modération des prix à la consommation.

*On est donc probablement au pic de l'inflation sous-jacente, un pic qui risque de prendre la forme d'un plateau pour le restant de l'année.*

Si ces perspectives s'avèrent correctes (à savoir une inflation sous-jacente qui ne baisse que peu ou pas à court terme), il faut s'attendre à une poursuite du resserrement monétaire par la BoE dans les prochains mois, avec sans doute une autre hausse de taux en août. Nous tablons sur une hausse de taux de 50 pdb en août, suivie par 25 pdb en septembre, ce qui porterait le taux directeur à 5,75%.

Slavena NAZAROVA

Royaume-Uni : inflation et taux directeur





## BANQUE DU JAPON : PAS DE CHANGEMENT EN 2023

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

**L'inflation ayant dépassé la cible des 2% de la BoJ, les marchés continuent de tabler sur un ajustement prochain de la politique monétaire.** La BoJ devrait cependant conserver son actuelle politique accommodante tout au long de l'année 2023 et s'abstenir d'adopter la moindre mesure de resserrement monétaire. Dans son analyse de l'économie japonaise, la banque centrale continue d'estimer que l'excès d'épargne des entreprises (un facteur structurel de déflation) persiste. Un resserrement, à ce stade, augmenterait le risque d'une répétition du scénario du milieu des années 2000, lorsque la BoJ avait échoué à sortir le pays de la déflation.

*La BoJ va donc probablement maintenir les mesures d'assouplissement actuelles jusqu'en 2025.*

**Lors de sa réunion du mois d'avril, la Banque centrale a annoncé qu'elle allait procéder à un réexamen général de sa politique monétaire d'ici un an ou un an et demi environ.** Cet examen devrait permettre de voir comment la BoJ peut maintenir durablement les mesures d'assouplissement actuelles afin d'atteindre durablement l'objectif des 2% d'inflation. Cette démarche n'annonce pas une normalisation ou un resserrement de la politique monétaire.

*Sous la direction de Kazuo Ueda, la BoJ va chercher à créer un environnement permettant d'atteindre une inflation de 2% à horizon de deux ans*

**L'ancien gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda, s'était fixé pour objectif d'atteindre une inflation de 2% dans les deux ans suivant son entrée en fonction.** Dès son arrivée, la BoJ avait annoncé qu'elle chercherait à « atteindre l'objectif de stabilité des prix de 2% dès que possible, avec en tête un horizon d'environ deux ans » et avait mis en œuvre un programme d'assouplissement qualitatif et quantitatif destiné à atteindre cet objectif.

**Avec son nouveau gouverneur, la BoJ s'est fixé un objectif similaire.** Toutefois, au lieu de chercher à « atteindre » l'objectif des 2% d'inflation en deux ans, la nouvelle direction de la BoJ cherchera probablement à créer un environnement dans lequel elle pourra prévoir que l'objectif d'inflation de 2% sera atteint de manière durable en deux ans (c'est-à-dire en avril 2025). La BoJ va donc probablement maintenir les mesures d'assouplissement actuelles jusqu'en 2025.

**La Banque centrale semble déterminée 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

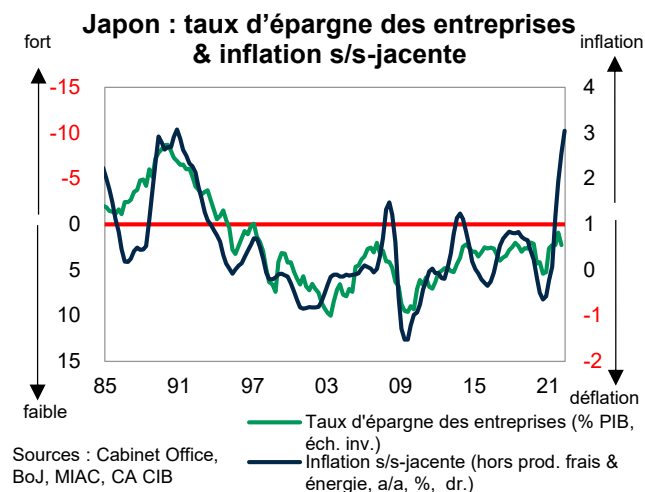
intérieure. La BoJ semble vouloir atteindre la cible des 2% d'inflation, lorsque la reprise économique mondiale se concrétisera : on compte plutôt en années. Elle ne devrait ainsi commencer à normaliser sa politique monétaire qu'après avoir prévu une inflation de 2% en 2026 et 2027, *a priori* en avril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

**Si la BoJ ne prévoit pas d'atteindre son objectif d'une inflation à 2% d'ici avril 2025, 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 éventuel et léger ajustement du Yield Curve Control dépendra d'un possible 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 de taux en 2024, ce qui atténuera les pressions haussières sur les taux obligataires mondiaux, donnant à la BoJ la possibilité de maintenir sa politique de contrôle de la courbe des taux.

On ne peut toutefois pas exclure un scénario alternatif dans lequel l'économie américaine resterait forte : la Fed continuerait alors de relever ses taux directeurs, renforçant les pressions haussières sur les taux obligataires mondiaux. Un tel scénario pousserait la BoJ à ajuster sa politique de contrôle de la courbe des taux.



**Arata OTO – Takuji AIDA**

# Taux d'intérêt – Encore un peu de patience

En insistant sur la priorité accordée à la lutte contre l'inflation quitte à prendre un risque sur la croissance, les stratégies monétaires ont contribué à limiter le désancrage des anticipations d'inflation et la sur-réaction des taux longs mais promu des courbes de taux d'intérêt inversées et des rendements réels faibles voire négatifs. Hors « méchante » surprise sur l'inflation, le risque de hausse des taux longs est limité. Celui d'une courbe durablement inversée bien réel.

## ÉTATS-UNIS : LA BATAILLE DE L'INFLATION N'EST PAS TERMINÉE

**La résilience du marché du travail et la résistance à la baisse de l'inflation sous-jacente compliquent la lutte de la Fed contre l'inflation et la banque centrale a finalement « passé son tour » lors de la réunion du 14 juin.** Les perspectives sont cependant loin d'être certaines. À 339 000 en mai, les créations nettes d'emplois non agricoles ont largement dépassé le consensus des économistes, mais des fissures sont néanmoins apparues ailleurs sur le marché du travail. Ainsi, l'enquête sur l'emploi auprès des ménages a fait état de pertes d'emplois entraînant une hausse du taux de chômage, une baisse du salaire horaire moyen et une légère diminution de la durée moyenne de travail hebdomadaire.

**Les derniers chiffres de l'inflation sont mitigés :** l'inflation totale a baissé plus qu'attendu, mais l'inflation sous-jacente a été plus forte qu'anticipé. L'inflation diminue à court terme en raison des effets de base, mais elle devrait rebondir au second semestre : notre scénario table sur une inflation totale passant sous 3,0% en juin, avant de revenir à 3,1% en décembre. L'inflation sous-jacente devrait être d'environ 3,4% en fin d'année. Elle restera probablement élevée et ne baissera que difficilement : peu de signes laissent penser qu'elle atteindra rapidement l'objectif des 2,0% de la Fed.

**La solidité du marché du travail et le niveau élevé de l'inflation ont eu pour effet de renforcer la division au sein du FOMC quant à l'évolution des taux directeurs au second semestre 2023.** L'élément le plus notable a été la hausse des projections du *dot plot*, notamment celle de la

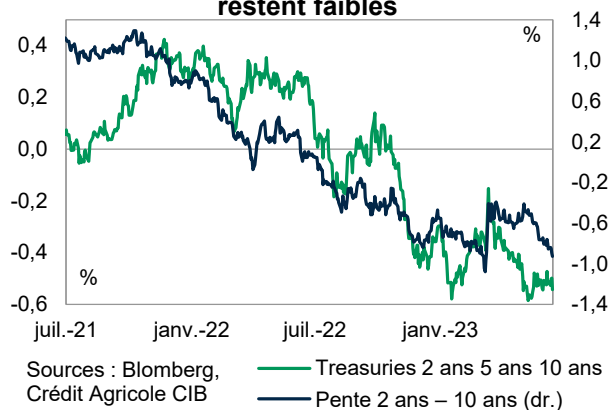
projection médiane pour 2023, rehaussée de 50 points de base, ce qui suppose deux hausses supplémentaires d'ici la fin de l'année. Ce changement *hawkish* peut être compris comme le fruit d'un compromis entre les « faucons » (favorables à la poursuite des hausses de taux) et les « colombes » (qui préfèrent une pause) destiné à obtenir une décision unanime.

*L'inflation sous-jacente devrait être d'environ 3,4% en fin d'année. Elle restera probablement élevée et ne baissera que difficilement.*

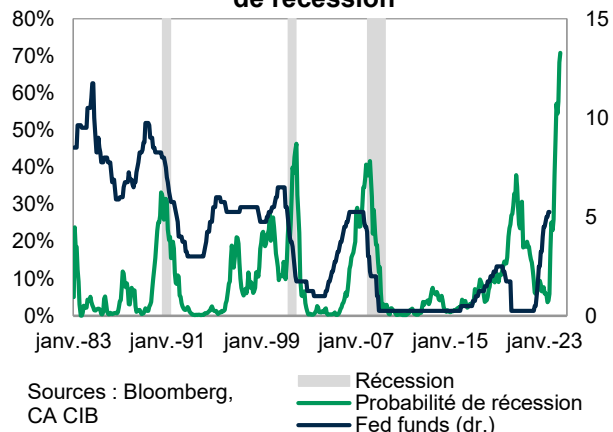
**Le président de la Fed, Jerome Powell, a souligné que la réunion du FOMC du 26 juillet serait ouverte :** aucune décision n'a été prise à l'avance et le résultat dépendra des données économiques publiées d'ici là. Les rapports sur l'emploi et l'inflation (qui porteront sur le mois de juin et seront publiés respectivement les 7 et 12 juillet) seront des éléments déterminants pour le FOMC de juillet.

**Le marché n'est pas totalement convaincu que le taux des *Fed funds*, actuellement à 5,00%-5,25%, atteindra 5,50-5,75% au plus haut :** avec un taux implicite OIS d'environ 5,30%, le marché table sur une hausse de 25 points de base lors de la réunion du 26 juillet, avec une probabilité de 70%. Notre scénario central pour l'économie est moins optimiste que celui de la Fed et, à ce jour, la projection médiane pour 2023 est agressive. La probabilité d'une hausse limitée à 25 points de base, comme le suggère le marché, est élevée, même si cela fait peser un risque sur la croissance.

**Avec l'aplatissement de la courbe, les taux intermédiaires restent faibles**



**Hausse de la probabilité de récession**



**Nos nouvelles prévisions pour les *Treasuries* tablent sur une Fed attentiste, qui repoussera le pic des taux directeurs au second semestre 2023.** Le marché évalue à environ 70% la probabilité d'une hausse de 25 points de base lors de la réunion du 26 juillet. Cette évaluation est certes volatile mais crée un biais haussier sur les rendements des *Treasuries*.

**Le taux à dix ans peut encore se redresser et la courbe a un potentiel d'aplatissement supplémentaire.** La pente deux ans - dix ans (qui a atteint un point bas à -108 points de base le 8 mars, juste avant les turbulences du secteur bancaire) devrait continuer de s'inverser. Les rendements du secteur intermédiaire (deux-cinq-dix ans) devraient rester faibles en raison de leur corrélation avec la pente de la courbe.

**Les effets retardés des resserrements successifs de la politique monétaire (et des problèmes dans le secteur bancaire) sur la croissance, l'inflation et les conditions financières sont loin d'être clairs.** Bien qu'un atterrissage en douceur reste possible, le chemin sera semé d'embûches car les risques sur l'inflation sont haussiers. À 70%, la probabilité de récession calculée par la Fed de New York atteint son plus haut niveau depuis le début des années 80. Dans ce contexte, les rendements des *Treasuries* devraient donc se stabiliser puis commencer à baisser fin 2023 avec le ralentissement de l'économie. La courbe des taux devrait amorcer sa pentification fin 2023/début 2024 en anticipation des assouplissements de la Fed.

Alex LI

## EUROPE : ON N'Y EST TOUJOURS PAS

**L'inflation totale de la zone euro a enfin commencé à se replier à un rythme plus rapide mais reste à des niveaux élevés et l'objectif d'inflation demeure très éloigné,** car l'inflation sous-jacente ne devrait diminuer que très lentement. Le sujet, délicat, pour la BCE n'est plus tant le niveau élevé de l'inflation que le caractère persistant du dépassement de l'objectif. La résistance à la baisse de l'inflation sous-jacente, la difficulté à en prévoir l'évolution, la remontée des prévisions d'inflation du *staff* de la BCE supposent un ajustement de la politique monétaire dans un sens encore plus restrictif.

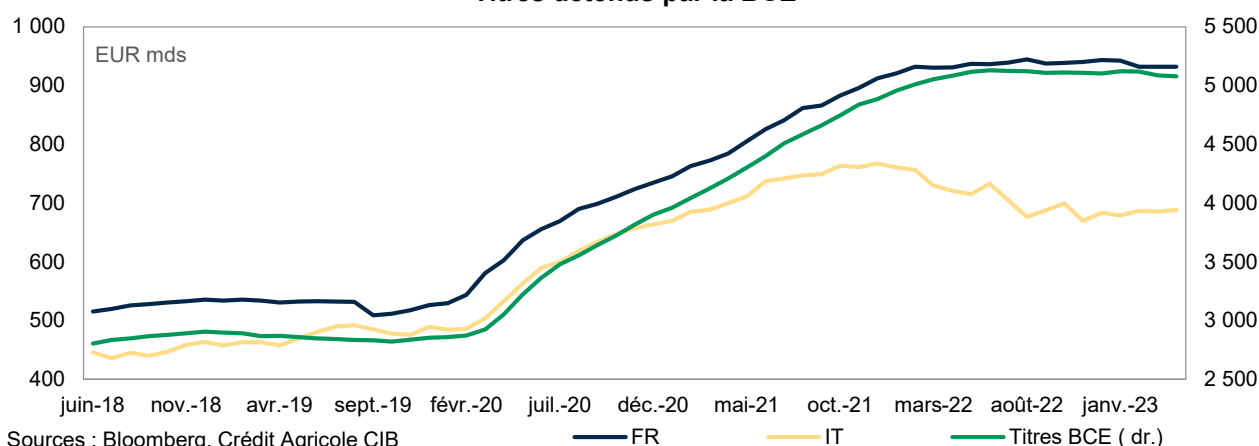
**Notre scénario central table désormais sur une hausse du taux de dépôt de la BCE à 4%, ce qui augure d'une courbe fortement inversée, si l'on considère toujours que le taux neutre se situe autour de 2%.** Par ailleurs, les objectifs d'inflation des banques centrales sont *symétriques* autour de 2% ; à la lumière des nouvelles prévisions d'inflation de la BCE, toujours supérieures à 2% en 2025, les baisses de taux sont donc une perspective très éloignée. Un ralentissement économique beaucoup plus prononcé

pourrait changer la donne, mais aucune récession significative n'est actuellement attendue.

**Avec des marchés du travail très tendus et une politique budgétaire qui reste expansionniste, le principal risque pesant sur notre scénario réside en des taux monétaires et obligataires encore plus élevés.** Une poursuite de l'aplatissement/inversion de la courbe est donc possible, à mesure que la politique monétaire deviendra de plus en plus restrictive et que les investisseurs placeront des capitaux sur des obligations à long terme pour bénéficier de rendements nominaux historiquement élevés. Au regard de l'engagement des banques centrales à lutter contre l'inflation et des mesures monétaires déjà prises, les prévisions d'inflation à long terme devraient rester ancrées.

**L'anomalie majeure demeure le niveau faible des taux réels sans risque, observés *via* les *Bunds* ou les *swaps*.** Avec un rendement réel du *Bund* à dix ans à peine positif, les conditions financières restent accommodantes. Cela soutient les actifs risqués : la croissance nominale dépasse les taux directeurs et le

Titres détenus par la BCE



système financier reste « inondé » de liquidités excédentaires. La baisse de la volatilité est également de nature à soutenir les actifs perçus comme plus risqués, tels que les titres d'État des émetteurs périphériques. La combinaison d'une inflation élevée et d'une croissance faible conduit *a priori* à des rendements réels faibles, mais leur faiblesse limite l'attractivité des marchés obligataires. C'est pourquoi nous suggérons aux investisseurs de rester prudents sur les marchés de taux en euros : toute surprise haussière sur l'inflation conduirait à une nouvelle hausse des rendements.

*La combinaison d'une inflation élevée et d'une croissance faible conduit a priori à des rendements réels faibles.*

**Dans des conditions de marché « normales » et avec une communication claire sur la stratégie de sortie, un resserrement quantitatif (ou QT – Quantitative Tightening) plus rapide ne devrait pas poser de problèmes.** Par conséquent, la réduction du portefeuille de l'APP<sup>7</sup> peut atteindre son rythme maximal d'environ 25 milliards d'euros par mois à partir du mois de juillet. À ce jour, la majeure partie de la réduction du bilan de la BCE a été mise en œuvre *via* le débouclage des TLTRO<sup>8</sup>. Une comparaison des portefeuilles de titres de la BCE et de la Fed (en excluant les titres servant de garantie) montre en effet que, jusqu'à présent, il n'y a pratiquement pas eu de ventes d'obligations. Le QT devrait désormais commencer à être perceptible pour les marchés de la zone euro. Les discussions (plus tard mais en 2023) sur l'inclusion du PEPP<sup>9</sup> dans la réduction du portefeuille de la BCE pourraient davantage perturber les marchés en raison de la perte de flexibilité et du rythme de vente plus important qui en découleraient.

**Le maintien des taux réels à des niveaux faibles et la baisse de la volatilité, sur fond de croissance**

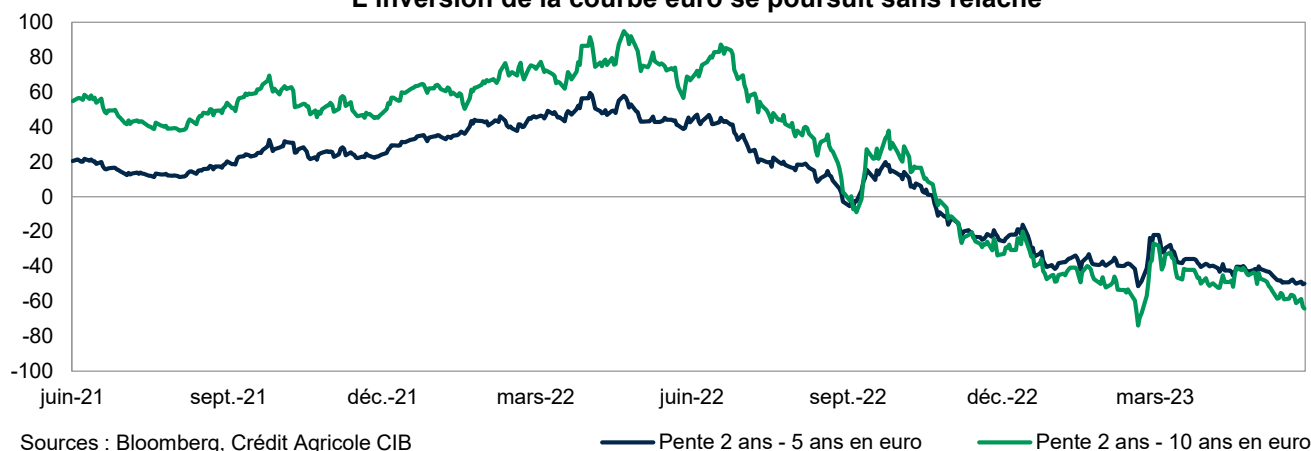
**nominale élevée, ont contribué à limiter l'écartement des *spreads* souverains.** Par ailleurs, les investisseurs individuels ont montré un intérêt croissant pour les titres d'État. Alors que des recettes fiscales élevées (en raison de l'inflation) continuent de remplir les caisses des États, la création de nouveaux produits afin de satisfaire cette demande a notamment permis au Portugal et à l'Italie d'émettre moins d'obligations qu'attendu.

**Nos ajustements de prévision concernent essentiellement l'accentuation de l'inversion de la courbe, principalement en raison de taux courts légèrement plus élevés :** nos prévisions pour les taux *core* en 2023 sont inchangées. Pour 2024, la partie longue de la courbe (segment dix ans - trente ans) devrait se pentifier davantage et la partie courte (deux ans - cinq ans) rester proche de son actuelle inversion. La BCE, qui se concentre sur son mandat d'inflation, devrait maintenir les anticipations d'inflation à long terme sous contrôle. Le principal risque serait donc un événement exogène important (hausse spectaculaire des rendements des JGB ou des *US Treasuries*).

**L'écartement des *spreads* souverains devrait être limité.** Il serait lié à la hausse des taux directeurs et à une politique généralement plus restrictive plutôt qu'à un changement des perspectives fondamentales ou de crédit. Compte tenu des facteurs techniques évoqués, nous avons réduit nos prévisions en termes d'élargissement des *spreads*. Les opportunités en termes de performance restent limitées car le QT n'a pas encore réellement commencé et devrait pousser les rendements réels à la hausse. De plus, bien qu'il n'y ait pas de risque de redénomination en vue, les calendriers d'émissions nettes resteront chargés et la transmission de la politique monétaire sur l'économie réelle n'a pas encore produit tous ses effets.

**Bert LOURENCO**

**L'inversion de la courbe euro se poursuit sans relâche**



<sup>7</sup> *Asset Purchase Programme* : programme d'achat d'actifs de la BCE

<sup>8</sup> *Targeted longer-term refinancing operations* : opérations ciblées de refinancement à plus long terme (prêts consentis par la BCE

aux banques pour les inciter à prêter aux entreprises et aux consommateurs de la zone euro

<sup>9</sup> *Pandemic Emergency Purchase Programme* : programme d'achats d'urgence pandémique



## Taux de change – Confinement prolongé

Face aux principales devises des pays avancés, dont l'euro, le dollar pourrait souffrir de légères pressions baissières. Quant aux devises émergentes, elles ne pourront s'apprécier durablement qu'une fois levées les incertitudes entourant, d'une part, le pic des taux d'intérêt américains et, d'autre part, le potentiel de reprise en Chine.

### PAYS DÉVELOPPÉS : PAS DE CHANGEMENTS NOTABLES

**Au cours du troisième trimestre voire au-delà, face au dollar, les devises du G10 devraient rester confinées dans les intervalles qui ont prévalu depuis le début de l'année.**

À l'exception notable de la livre sterling, les devises du G10 sont restées confinées dans des intervalles relativement limités depuis le début de l'année : cette tendance devrait se prolonger au cours du troisième trimestre, voire au-delà. Dans le cas de l'euro, nous tablons sur un cours d'environ 1,09 au prochain trimestre et de 1,10 au quatrième trimestre 2023, des niveaux se rapprochant de la borne supérieure de l'intervalle observé au premier semestre, mais lui restant inférieurs. Les facteurs positifs pour la monnaie unique devraient en effet l'emporter sur les facteurs négatifs, mais ils sont déjà largement intégrés dans le prix.

**Au titre des facteurs de soutien de l'euro figure la convergence des taux directeurs de la BCE et de la Fed.** En effet, alors que le cycle de resserrement de la Fed est sur le point de s'achever, la BCE pourrait encore relever ses taux à deux reprises, en juillet et en septembre. Une grande partie de cette convergence est déjà intégrée dans les cours de l'euro face au dollar : le niveau historiquement élevé de l'écart des taux nominaux euro - dollar à deux ans le confirme.

**Par ailleurs, l'orientation de plus en plus hawkish de la BCE pourrait se traduire par une hausse supplémentaire des rendements des titres d'État européens par rapport à ceux des Treasuries**, ce qui encouragerait les rapatriements de capitaux vers la zone euro dans les mois à venir. Ces flux pourraient

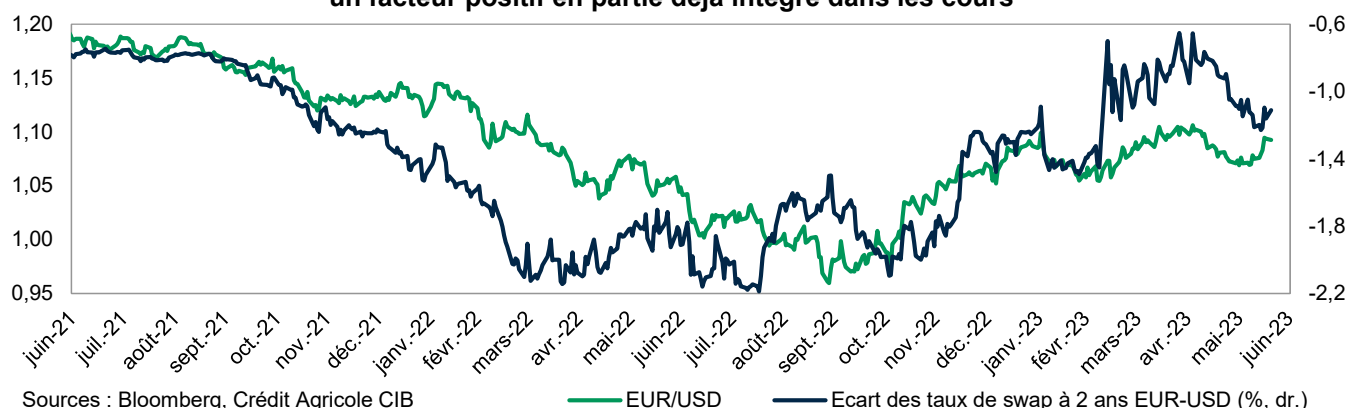
contribuer à limiter les *spreads* des titres périphériques face au Bund, permettant ainsi à la BCE d'accélérer son durcissement quantitatif (QT) à partir du mois de juillet, sans que cela ne perturbe les marchés obligataires. Enfin, la bonne résistance dont fait preuve l'économie de la zone euro pourrait susciter des rapatriements de capitaux et des flux de portefeuille étrangers (non couverts) vers les marchés actions européens.

**Cependant, depuis les années 1980, le dollar est presque toujours resté soutenu au cours des mois précédant les pics des cycles monétaires de la Fed.** Il a notamment affiché d'assez bonnes performances face aux autres devises du G10, avec des gains plus prononcés face aux devises à risques et aux devises des pays exportateurs de matières premières. Fait notable, cette surperformance a été assez régulière : le dollar n'a cédé du terrain avant le pic des taux de la Fed qu'une seule fois, en 2006. C'est l'un des principaux risques baissiers sur nos prévisions et, en particulier, un frein pour l'appréciation légère de l'euro face au dollar au troisième trimestre 2023.

*La bonne résistance dont fait preuve l'économie de la zone euro pourrait susciter des rapatriements de capitaux et des flux de portefeuille étrangers vers les marchés actions européens.*

**Au-delà du troisième trimestre 2023, deux autres facteurs commenceront à dicter l'évolution des cours de l'euro et des autres devises face au dollar.** Premier facteur : la fin du cycle de resserrement de la Fed. Historiquement, le dollar affiche une sous-

EUR/USD et écart des taux de swap EUR-USD à deux ans :  
un facteur positif en partie déjà intégré dans les cours

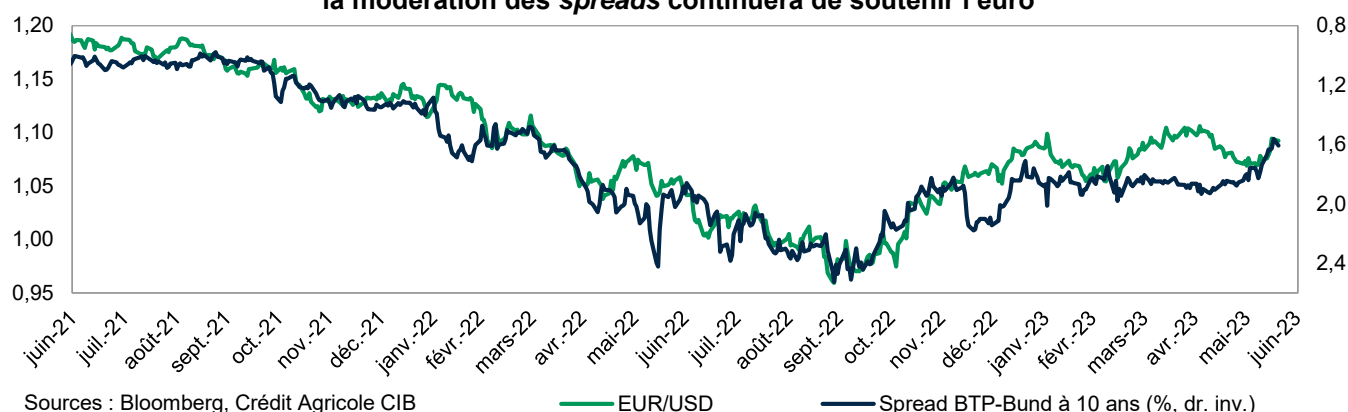


performance dans les mois qui suivent le pic de la Fed, principalement par rapport aux devises-refuge liquides comme le yen, le franc suisse et l'euro. Second facteur : **le ralentissement marqué voire la récession de l'économie américaine** débutant au second semestre 2023. Une analyse des six récessions américaines intervenues depuis 1980 suggère que le dollar s'apprécie en début de récession, en particulier par rapport aux devises liées au risque, puis finit par se déprécier au cours des six mois qui suivent, en particulier face au yen, au franc suisse et à l'euro.

**Le dollar devrait donc rester sous pression jusqu'à la fin de l'année 2023.** La sous-performance du dollar devrait être plus prononcée par rapport aux valeurs refuges comme le yen, le franc suisse et l'euro, ainsi que par rapport à l'or. Le billet vert pourrait mieux résister par rapport aux devises corrélées au risque, compte tenu des incertitudes autour de la fin du cycle de resserrement de la Fed et de l'arrivée d'une récession aux États-Unis.

Valentin MARINOV

**EUR/USD et spread BTP-Bund :**  
**la modération des spreads continuera de soutenir l'euro**



## PAYS ÉMERGENTS : DES DIFFICULTÉS À REMONTER LA PENTE

**Les devises émergentes se sont révélées faibles au cours du premier semestre.** Après une appréciation initiale liée à la réouverture *post-Covid* de la Chine bien accueillie par les marchés, les devises émergentes se sont repliées en février, puis ont généralement peu évolué jusqu'en mai, avant de s'affaiblir de nouveau. Notre indice des devises émergentes termine le premier semestre environ 4% sous le pic atteint début février.

Une légère amélioration de la performance de cet indice pourrait se matérialiser au second semestre : progressivement et seulement une fois les deux principales sources de fragilité taries.

### *Incertitude sur les taux américains*

**Les taux américains constituent le premier facteur de fragilité.** Les devises émergentes ont été assez bien corrélées aux rendements américains au premier semestre et cette corrélation devrait se maintenir au second semestre. Les récents commentaires du président de la Fed suggèrent que la pause actuelle dans le mouvement de resserrement monétaire n'est pas synonyme de fin. D'autres hausses de taux ne peuvent être exclues. Cette incertitude, conjuguée à la reprise des émissions de *Treasuries*, entretient le risque haussier sur les taux américains.

**Les devises émergentes auront du mal à s'apprécier durablement tant que durera l'incertitude sur le pic des taux d'intérêt américains,** et ce d'autant plus que la plupart des banques centrales émergentes ont achevé leur cycle de resserrement. La plupart des banques centrales d'Amérique latine et de la région Europe - Moyen-Orient - Afrique ont fortement relevé leurs taux, suffisamment pour que la croissance en pâtisse. La désinflation (progressive) actuelle, devrait inciter certaines d'entre elles à baisser leurs taux au second semestre, réduisant l'excès de rendement offert par les pays émergents par rapport aux États-Unis.

*Les devises émergentes auront du mal à s'apprécier durablement tant que durera l'incertitude sur le pic des taux d'intérêt américains.*

**La Chine constitue le deuxième facteur de faiblesse.** Les données économiques récentes ont été décevantes, jetant un doute sur la reprise *post-Covid*.

### *Déception en Chine*

L'économie chinoise a changé sous l'effet de la montée des tensions géopolitiques et du Covid. Il est désormais plus difficile d'appréhender la croissance économique chinoise qu'il y a six ou sept ans. La crise

immobilière a affaibli l'investissement immobilier, une source essentielle de croissance, et érodé l'attrait du logement en tant qu'instrument d'épargne. Les restrictions liées au Covid ont eu tendance à augmenter la propension à épargner, tandis que la volatilité croissante du chômage a freiné l'investissement des ménages. Ces facteurs limitent la vigueur de la reprise *post-Covid* et rendent plus difficile le rééquilibrage de la croissance économique au profit de la consommation privée.

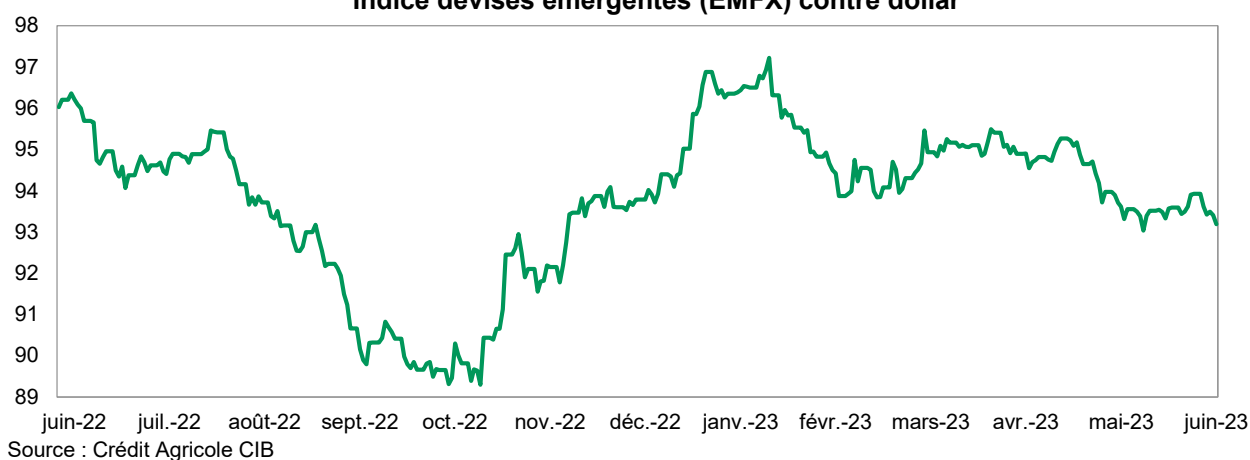
Hormis une légère baisse des taux directeurs, la réaction des autorités chinoises a jusqu'à présent été limitée. D'autres actions vont probablement être entreprises (notamment d'importantes mesures visant

le marché de l'immobilier), mais les autorités feront probablement preuve de prudence avant d'annoncer un plan de relance ambitieux. **Il ne faut donc pas attendre de la Chine des mesures de relance proactives de la nature de celles prises par le passé, ne pas parier sur des mesures qui soutiendraient les devises émergentes.**

Enfin, la faiblesse du yuan rend plus difficile l'appréciation des autres devises asiatiques, notamment du dollar de Singapour, du baht thaïlandais, du won sud-coréen et du dollar de Taïwan.

Sébastien BARBÉ

Indice devises émergentes (EMFX) contre dollar





# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

**Taux d'intérêt**

Taux de change

Matières premières

Comptes publics



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Etats-Unis</b>	2,1	1,2	0,7	8,0	3,9	2,5	-3,7	-3,3	-3,2
<b>Japon</b>	1,4	1,5	2,0	2,3	3,1	1,8	1,0	1,3	1,3
<b>Zone euro</b>	3,5	0,6	1,3	8,4	5,5	2,9	0,8	2,1	1,9
Allemagne	1,9	-0,3	1,0	8,7	6,1	2,7	4,0	3,6	3,3
France	2,5	0,6	1,0	5,9	5,0	3,2	-2,2	-0,2	0,0
Italie	3,8	1,2	1,1	8,7	6,3	2,9	-1,3	2,5	2,3
Espagne	5,5	2,0	1,6	8,3	3,0	2,5	0,6	1,0	1,2
Pays-Bas	4,5	0,5	1,2	11,6	4,7	4,6	4,4	5,1	5,2
Belgique	3,2	1,3	1,5	10,3	2,0	2,4	-3,6	-0,8	-0,7
<b>Autres pays développés</b>									
Royaume-Uni	4,1	0,5	1,1	9,1	7,8	4,1	-3,8	-2,4	-0,7
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	-0,5	0,3	8,4	8,4	3,0	4,7	3,9	3,0
Norvège	3,2	2,0	1,5	5,8	5,8	3,6	30,3	26,8	25,5
<b>Asie</b>	4,2	5,0	4,7	3,7	2,9	2,8	1,3	1,0	1,0
Chine	3,0	5,4	4,5	2,0	1,5	2,4	2,3	1,6	1,2
Inde	6,7	5,5	6,0	6,7	5,5	4,0	-3,0	-2,8	-2,5
Corée du Sud	2,6	1,2	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	2,2	2,6	6,1	4,0	2,8	19,3	17,6	16,2
Hong Kong	-3,5	3,6	3,7	1,9	2,4	2,2	10,7	7,1	5,8
Philippines	7,6	5,4	5,9	5,8	4,5	3,5	-4,4	-4,0	-2,0
Vietnam	8,0	6,7	6,7	3,2	4,0	3,0	0,2	1,6	2,0
<b>Amérique latine</b>	3,0	0,6	1,9	9,9	5,9	3,4	-7,0	-3,4	-2,8
Brésil	2,9	2,0	1,5	9,3	5,1	4,0	-2,9	-2,4	-2,5
Mexique	3,1	1,8	1,5	7,9	5,8	3,8	-1,8	-1,2	-1,0
<b>Europe émergente</b>	1,8	1,0	2,2	29,8	15,1	8,5	1,8	-0,1	0,1
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	1,2	3,1	14,3	11,8	4,9	-3,0	-1,1	-2,3
Rép. tchèque	2,2	-0,5	2,4	15,0	9,5	3,8	-5,0	-2,5	-2,0
Roumanie	4,6	2,2	2,4	13,8	11,1	5,1	-8,8	-6,9	-6,2
Hongrie	5,1	0,5	2,3	14,6	14,0	4,0	-6,7	-3,7	-3,2
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	4,9	2,4	2,9	13,2	13,0	8,9	7,3	4,0	2,8
Arabie saoudite	8,7	2,4	2,8	2,5	2,2	2,1	13,6	7,5	6,3
Emirats Arabes Unis	7,3	3,3	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	4,4	13,8	31,2	15,2	-3,5	-3,0	-3,0
Algérie	3,2	2,9	2,3	9,7	7,9	6,2	6,3	2,4	0,5
Qatar	4,8	2,7	2,5	5,0	2,5	2,2	25,9	13,1	10,1
Koweït	8,0	1,9	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	-4,0	-3,5	-2,9
Tunisie	2,5	1,7	2,5	8,3	9,1	5,9	-8,6	-6,9	-6,0
<b>Total</b>	3,3	2,5	2,7	8,3	5,4	3,6	0,2	0,2	0,2
<b>Pays industrialisés</b>	2,7	1,0	1,1	7,4	4,6	2,7	-1,0	-0,4	-0,3
<b>Pays émergents</b>	3,8	3,7	3,9	8,9	5,9	4,3	1,2	0,7	0,7

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

	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	4,3	4,5	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	6,9	6,9	6,8	6,9	6,9	6,9	6,8
Allemagne	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3
France	7,3	7,5	7,2	7,2	7,0	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8
Italie	8,4	8,1	8,0	7,9	8,0	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	7,9
Espagne	13,2	12,7	12,7	13,0	12,8	12,4	12,8	12,4	12,7	12,2	12,1	11,7
Royaume-Uni	3,8	3,6	3,7	3,5	3,6	3,7	3,9	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1

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

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

(b) t/t, %

## TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		29-juin	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
États-Unis	Fed funds	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25
	Sofr	5,05	5,05	5,05	5,05	4,80	4,55	4,30	4,05
Japon	Call rate	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
	Tonar	-0,08	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Zone euro	Dépôt	3,50	3,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,50
	€str	3,40	3,40	3,94	3,98	4,00	4,02	4,05	3,55
	Euribor 3m	3,58	3,75	4,00	4,00	4,05	4,05	3,75	3,00
Royaume-Uni	Taux de base	5,00	5,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25
	Sonia	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95
Suède	Repo	3,50	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Norvège	Deposit	3,75	3,75	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Canada	Overnight	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,25	3,75

Taux 10 ans		29-juin	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
États-Unis		3,71	3,75	3,80	3,75	3,70	3,65	3,60	3,50
Japon		0,36	0,43	0,50	0,48	0,45	0,45	0,42	0,40
Zone euro (Allemagne)		2,30	2,75	2,70	2,60	2,85	2,70	2,55	2,60

## Spread 10 ans / Bund

France	0,54	0,60	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Italie	1,64	2,00	2,10	2,00	2,05	1,95	1,95	2,00
Espagne	0,97	1,10	1,10	1,10	1,10	1,15	1,15	1,10

Asie		29-Juin	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	déc.-24
Chine	1Y deposit rate	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Hong Kong	Taux de base	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50
Inde	Taux repo	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50
Indonésie	BI rate	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,00
Corée	Taux de base	3,50	3,50	3,50	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00
Malaisie	OPR	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75	2,50	2,50
Philippines	Taux repo	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	5,50	5,25
Singapour	6M SOR	4,09	4,30	4,30	4,30	4,25	4,25	3,45	3,00
Taiw an	Redisc	1,88	1,88	1,88	1,88	1,75	1,75	1,63	1,50
Thaïlande	Repo	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,75	1,50
Vietnam	Refinancing rate	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Amérique Latine									
Brésil	Overnight/Selic	13,75	13,75	13,00	12,00	11,00	10,00	9,50	9,25
Mexique	Taux overnight	11,25	11,25	11,25	11,00	10,75	10,00	9,50	8,75
Europe Emergente									
Rép. tchèque	Repo 14 j.	7,00	7,00	6,75	6,50	6,00	5,75	5,50	5,25
Hongrie	Repo 2 sem.	13,00	13,00	13,00	11,50	9,50	8,00	7,00	6,00
Pologne	Repo 7 j.	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75
Roumanie	Repo 2 sem.	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	6,50	6,25	5,75
Russie	1W auction rate	0,00	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
Turquie	Repo 1 sem.	8,25	8,25	8,50	8,50	8,00	7,00	6,00	6,00



## TAUX DE CHANGE

## Taux de change USD

Pays industrialisés		29-juin	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	Dec-24
Euro	EUR/USD	1,09	1,07	1,09	1,10	1,11	1,09	1,07	1,05
Japon	USD/JPY	145	145	150	138	136	135	136	135
Royaume-Uni	GBP/USD	1,26	1,23	1,27	1,29	1,31	1,28	1,27	1,25
Suisse	USD/CHF	0,90	0,90	0,89	0,89	0,88	0,89	0,90	0,90
Canada	USD/CAD	1,32	1,33	1,30	1,27	1,26	1,25	1,24	1,25
Australie	AUD/USD	0,66	0,66	0,66	0,65	0,66	0,68	0,68	0,68
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,61	0,61	0,60	0,60	0,59	0,60	0,60	0,60

## Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		29-juin	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	Dec-24
Japon	EUR/JPY	157	155	164	152	151	147	146	142
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,86	0,87	0,86	0,85	0,85	0,85	0,84	0,84
Suisse	EUR/CHF	0,98	0,96	0,97	0,98	0,98	0,97	0,96	0,95
Suède	EUR/SEK	11,82	11,60	11,20	11,00	10,80	10,70	10,60	10,50
Norvège	EUR/NOK	11,75	11,60	11,20	10,80	10,60	10,40	10,30	10,20

Asie		29-juin	juin-23	sept.-23	déc.-23	mars-24	juin-24	sept.-24	Dec-24
Chine	USD/CNY	7,25	7,25	7,10	6,95	6,90	6,85	6,85	6,80
Hong Kong	USD/HKD	7,84	7,82	7,82	7,81	7,80	7,80	7,78	7,76
Inde	USD/INR	82,05	82,00	81,50	81,00	79,00	78,00	78,00	78,00
Indonésie	USD/IDR	14 990	15 300	15 200	15 100	15 100	15 100	15 000	15 000
Malaisie	USD/MYR	4,67	4,65	4,60	4,50	4,40	4,40	4,40	4,40
Philippines	USD/PHP	55,4	55,0	54,8	54,0	53,8	53,2	53,0	52,5
Singapour	USD/SGD	1,35	1,32	1,31	1,30	1,30	1,29	1,29	1,29
Corée du Sud	USD/KRW	1319	1310	1290	1250	1210	1210	1200	1190
Taiwan	USD/TWD	31,1	30,5	30,4	30,1	30,0	30,1	30,0	29,9
Thaïlande	USD/THB	35,6	33,2	32,8	32,0	32,5	32,5	32,6	31,8
Vietnam	USD/VND	23 569	23 400	23 300	23 000	22 900	22 900	22 800	22 700

## Amérique latine

Brésil	USD/BRL	4,86	4,90	5,20	5,25	5,30	5,25	5,20	5,15
Mexique	USD/MXN	17,11	17,25	19,00	19,50	20,00	19,75	19,50	19,25

## Afrique

Afrique du Sud	USD/ZAR	18,77	19,00	18,50	18,00	17,50	17,50	16,50	16,50
----------------	---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

## Europe émergente

Pologne	USD/PLN	4,08	4,21	4,11	4,05	4,01	4,07	4,14	4,21
Russie	USD/RUB	87,37	84,00	85,00	86,00	87,00	88,00	89,00	90,00
Turquie	USD/TRY	26,05	27,00	30,00	26,00	26,00	29,00	32,00	35,00

## Europe centrale

Rép. tchèque	EUR/CZK	23,71	23,60	23,50	23,40	23,30	23,20	23,10	23,00
Hongrie	EUR/HUF	372	377	373	368	364	359	355	350
Pologne	EUR/PLN	4,44	4,50	4,48	4,46	4,45	4,44	4,43	4,42
Roumanie	EUR/RON	4,96	4,92	4,90	4,88	4,85	4,85	4,85	4,85

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		29-juin	2023			2024			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	74	81	83	87	90	95	92	95

Prix moy. du trim.		29-juin	2023			2024			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 927	1 900	1 950	2 000	2 050	2 000	2 000	1 950

## COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% 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	-3,4	-2,7	94,2	93,4	92,7
Allemagne	-2,6	-2,3	-1,2	66,3	65,4	63,7
France	-4,7	-5,2	-5,0	111,7	110,2	111,3
Italie	-8,0	-5,0	-3,7	144,6	144,6	144,6
Espagne	-4,8	-4,1	-3,3	113,2	113,0	110,6
Pays-Bas	0,0	-2,1	-1,7	51,0	49,1	50,1
Belgique	-4,3	-3,6	-5,5	105,2	108,1	109,9
Grèce	-2,3	-1,8	-0,8	171,3	161,2	157,9
Irlande	1,6	1,5	2,5	44,7	41,1	38,1
Portugal	-0,4	-0,4	-0,2	113,5	109,6	107,5
Royaume-Uni	-5,4	-4,5	-3,0	100,7	101,2	100,1

Achevé de rédiger le 30 juin 2023

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

**Comité de rédaction**

**Pays développés**

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

**Secteurs d'activité**

Stéphane FERDRIN – Pétrole & gaz  
Noël ISORNI – Distribution

**Pays émergents**

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

**Marchés financiers**

Nicholas VAN NESS – Réserve fédérale  
Louis HARREAU – Banque centrale européenne  
Slavena NAZAROVA – Banque d'Angleterre  
Alex LI – Taux d'intérêt États-Unis  
Bert LOURENCO – Taux d'intérêt zone euro  
Valentin MARINOV – Taux de change pays développés  
Sébastien BARBÉ – Taux de change pays émergents

**Documentation :** 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](#)