

**MONDE**

# SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2022-2023

Trimestriel – Avril 2022

# Un scénario sous haute tension

La guerre russo-ukrainienne introduit une rupture majeure dont les effets immédiats se diffusent au travers de trois canaux principaux : la confiance en constituant une source d'inquiétudes, l'offre en provoquant des pénuries avérées ou anticipées, la demande en stimulant l'inflation. Selon notamment leur degré d'éloignement, de dépendance, de robustesse *post*-pandémie, les pays s'apprêtent à être très diversement affectés par ce nouveau choc. Mais aucun n'échappera à l'accélération de l'inflation, pourtant déjà dangereusement élevée. Or, la Réserve fédérale préoccupée par l'inflation (la sienne) risque d'être peu émue par les menaces que le conflit fait peser sur la croissance (essentiellement des autres).

La guerre en Ukraine nous plonge avec sidération dans un environnement dramatique et, plus que jamais, radicalement incertain. Or, pour dessiner les contours des scénarios économiques, il nous faut émettre des hypothèses en amont. Et, concrètement, les scénarios militaires et diplomatiques semblent équiprobables : ils imposent donc de retenir ce qui s'apparente à **un scénario, non pas central et doté de la probabilité d'occurrence la plus élevée, mais médian**. Médian en ce qu'il est intermédiaire entre les deux extrêmes que sont l'escalade la plus grave et le retour rapide à la paix.

**Du point de vue économique, la guerre russo-ukrainienne introduit un nouveau bouleversement dont les effets immédiats se diffusent au travers de trois canaux principaux : la confiance en constituant une source d'inquiétudes, l'offre en introduisant des pénuries avérées ou anticipées, la demande en stimulant l'inflation.**

Si les pays s'apprêtent à être très diversement affectés par ce nouveau choc, aucun n'échappera à l'inflation. Car, déjà dangereusement élevée à la suite de la pandémie, celle-ci accélère, et puissamment, sous l'influence de la très forte augmentation des prix des matières premières (énergétiques mais aussi industrielles et alimentaires), de nouvelles ruptures dans les chaînes d'approvisionnement et de risques de pénuries. Notre scénario retient désormais une inflation moyenne de 6,8% en zone euro et de 7,6% aux États-Unis en 2022.

***Tout comme à l'occasion de la crise du Covid, une « hiérarchie » des vulnérabilités nationales va s'établir selon de multiples critères.***

Tout comme à l'occasion de la crise du Covid, une « hiérarchie » des vulnérabilités nationales va s'établir selon de multiples critères : degré d'éloignement de la zone de guerre, importance des échanges commerciaux avec les belligérants (dont la dépendance à l'égard des importations de céréales, de gaz et de pétrole et le « mix » énergétique), sensibilité aux intrants industriels susceptibles d'être « rationnés », robustesse *post*-pandémie, capacité à atténuer la hausse des prix (notamment à l'aide de subventions

publiques) et termes de l'échange, particulièrement sensibles pour les pays émergents.

Éloignée de l'épicentre du conflit, largement fermée et encore portée par l'élan d'une reprise *post*-Covid dopée par une « sur-stimulation » de la consommation, **l'économie américaine** devrait bien résister en 2022. Grâce à la solidité financière des ménages avec l'accumulation d'une épargne abondante (concentrée sur les hauts revenus) et un marché du travail tendu avec des salaires en hausse sensible (profitant surtout aux bas revenus), la croissance (3,3% prévus en 2022) pourrait absorber l'envolée de l'inflation, ainsi que le durcissement monétaire plus sévère de la Réserve fédérale et se révéler supérieure au rythme potentiel.

**La zone euro** dispose d'amortisseurs propres à atténuer le choc : l'important excès d'épargne accumulée par les ménages et le soutien qu'apportent à l'investissement les fonds européens du NGEU et que complètent les plans nationaux de « résilience » ou de relance. Mais, malgré des aides budgétaires additionnelles visant à limiter l'impact de l'inflation sur le revenu des ménages (mais aussi sur la profitabilité des entreprises), la baisse prévisible de leur pouvoir d'achat, couplée à une dislocation probable de l'offre, suggère une révision à la baisse sensible de la prévision de croissance. Sur la base d'une inflation significativement revue à la hausse, la prévision de croissance en 2022 passe de 4,4% à 2,9% : scénario « médian » entouré de risques extrêmes croissants (dont celui d'une réduction, voire d'un arrêt de l'approvisionnement énergétique russe) et déjà porteur d'une forme de fragmentation tout comme l'avait été la pandémie.

Enfin, dans **le « monde » émergent**, de nouvelles fractures se dessinent. Au sein des plus impactés et/ou vulnérables figurent les pays d'Europe centrale, proches de l'œil du cyclone, et ceux à faible revenu, tout particulièrement les importateurs nets de denrées alimentaires et d'énergie souffrant d'un manque de flexibilité budgétaire ou extérieure. Les plus favorisés (au moins temporairement) profitent d'une augmentation éventuelle de leurs exportations nettes de matières premières mais aussi (et surtout) d'une amélioration de leurs termes de l'échange : producteurs de pétrole en général (pays du Golfe en particulier) et Amérique du Sud. L'Asie se situe, globalement, dans une situation intermédiaire.



Quant à **la Chine**, elle se voit simultanément confrontée à sa plus dramatique vague de Covid depuis mars 2020, à la poursuite de la contraction du secteur immobilier et à une demande externe qui promet d'être écornée par la guerre. Sous réserve que soient prises des mesures de soutien (et en supposant qu'elles soient efficaces), la croissance atteindrait un peu moins de 5%. Deux éléments permettent d'espérer que les autorités réagissent : l'absence d'inflation et le 20<sup>e</sup> Congrès du Parti fin 2022.

**Du côté des marchés financiers, les resserrements monétaires s'annonçaient déjà gradués selon l'intensité de la préoccupation commune : l'accélération de l'inflation. Leur audace doit désormais intégrer les dégâts potentiels du conflit russo-ukrainien. À la détermination de la Réserve fédérale continuera de s'opposer la normalisation sous contrainte de la BCE, mais aussi de la Banque d'Angleterre.**

Aux **États-Unis**, le brusque revirement *hawkish* du FOMC fin 2021 s'est singulièrement renforcé au cours des trois premiers mois de 2022 : les commentaires suggèrent que la Fed est prête à agir autant que nécessaire pour maîtriser l'inflation. Moins agressif que celui du marché, notre scénario pour 2022 table sur un resserrement en deux temps : vigoureux au premier semestre (100 points de base), mesuré au second (50 points de base), portant ainsi la fourchette cible du taux des *Fed funds* à 1,50%-1,75% fin 2022.

Dans la **zone euro**, l'inflation accélère, mais les perspectives économiques s'assombrissent. Si elles restent globalement favorables, elles risquent de faire

apparaître de dangereuses divergences entre pays : l'arbitrage sera délicat pour la BCE. Il serait « heureux » que la vigilance face à l'inflation ne soit pas synonyme de sur-réaction.

Les programmes d'achats touchent à leur fin : l'outil exceptionnel qu'est le *Pandemic Emergency Purchase Programme* s'est achevé fin mars alors que le terme de son outil classique (*Asset Purchase Programme*) interviendra au cours du troisième trimestre. La fin de l'assouplissement quantitatif ne sera pas automatiquement suivie d'une hausse des taux d'intérêt. Le rythme du resserrement reste à déterminer : il sera conditionné par les données économiques et devrait tout d'abord prendre la forme d'un relèvement du taux de dépôt en fin d'année. Par ailleurs, outre les achats de titres et les taux d'intérêt, à partir de l'été, les échéances de TLTRO.III contribueront au durcissement des conditions de liquidités.

**Enfin, qu'ils soient agressifs ou mesurés, les resserrements monétaires incitent à la hausse des taux courts. Les facteurs structurels, mais aussi les interrogations sur la permanence de l'inflation et la pérennité de la reprise, tendent à freiner la remontée des taux longs.** Notre scénario table sur des taux souverains dix ans américains et allemands proches, respectivement, de 2% et 0,90% fin 2022. À la faveur du début du resserrement quantitatif qui a constitué un ancrage puissant, les *spreads* des souverains non « *super core* » de la zone euro devraient s'écarter.

**Catherine LEBOUGRE**

*Achevé de rédiger le 5 avril 2022*

## FOCUS Géopolitique – Trois espaces-temps

La géopolitique se déploie toujours simultanément dans plusieurs espaces-temps qui, tous, impactent la macro-économie par des canaux croisés. Dans le cas de la guerre russo-ukrainienne, trois dimensions du conflit se conjuguent et orientent, chacune à leur façon, le scénario macro-économique.

### *La notion de scénario médian*

La première dimension, c'est évidemment le conflit militaire. Le paradoxe est qu'il impacte très violemment la prévision à court terme comme à long terme, alors qu'il est pourtant par nature incertain. Les militaires se réfèrent à la notion de « brouillard de la guerre » : une autre façon de parler de l'incertitude radicale chère aux keynésiens. Très concrètement, cela signifie que les nombreux scénarios militaires de terrain sont équiprobables et cela impose des ajustements de méthode aux économistes. En effet, ces derniers doivent fonder leurs prévisions non sur un scénario central traditionnel, qui aurait une plus forte probabilité de réalisation, mais plutôt sur un scénario médian, c'est-à-dire un scénario intermédiaire entre l'escalade la plus grave et le retour rapide à la paix. Ce choix médian n'est pas un choix de pure probabilité, mais plutôt de positionnement central dans un univers assumé comme incertain.

Le scénario médian peut alors être décrit, à ce jour, comme une situation militaire locale qui, quelle qu'elle soit, va créer des moments de forte volatilité sur les marchés pendant encore trois à six mois, avant de se stabiliser autour d'une nouvelle forme d'équilibre politique et territorial négocié, sans pour autant espérer un quelconque retour à une situation totalement apaisée et sans exclure des poches de conflit enlisé. Mais ces dernières, bien que dramatiques localement, auraient moins d'effets sur les anticipations économiques et financières globales. Ce scénario, par ce choix de position médiane, n'inclut donc pas l'hypothèse d'une confrontation directe de la Russie avec l'Otan qui représente un *worst case* et repose également sur un schéma de réduction progressive des achats de gaz et de pétrole européens à Moscou.

### *Les canaux de contagion multiples du conflit militaire*

Le canal de contagion le plus immédiat de la dimension militaire à la macro-économie passe évidemment par l'offre et par la coupure physique des productions, des liaisons commerciales et des exportations sur le territoire ukrainien. L'Ukraine a toujours été un grand pays bi-exportateur de céréales et de métaux : ces deux secteurs sont donc immédiatement touchés, tandis que le blocage de la mer Noire se répercute bien au-delà de la zone, sur toutes les exportations russes, mais aussi d'Asie centrale.

Le deuxième canal de contagion du militaire à la macro-économie passe par la guerre d'image. Dans ce cas, le scénario est impacté à la fois par la crainte des sanctions, mais aussi par le risque de réputation pour toutes les entreprises engagées en Russie ; cet impact

sur les anticipations sera d'autant plus fort que le conflit sera brutal et durera. En fait, face à une large mobilisation des opinions publiques, les acteurs « périphériques », États et entreprises, sont progressivement obligés de se « dé-neutraliser ». Mais, évidemment, ce canal de contagion est très inégal : les opinions publiques ne sont pas concernées avec la même intensité dans toutes les zones du monde.

Cette guerre restera néanmoins dans les annales stratégiques comme l'un des moments de l'histoire mondiale où le risque de réputation, activé par les réseaux sociaux, a montré sa pleine puissance géopolitique. Beaucoup d'entreprises se sont retirées de Russie non à cause des sanctions, mais plutôt de la crainte des opinions publiques en Occident, autocensure qui a même paralysé le transport par rail de la route de la soie chinoise, qui relie Chongking à Duisbourg à travers la Russie : les Européens, clients ultimes, se sont retirés. Effet secondaire inattendu du conflit, on découvre donc que la route de la soie terrestre de Pékin, qui repose sur un large programme d'infrastructures, a besoin de paix pour être opérationnelle...

***Cette guerre restera comme l'un des moments de l'histoire mondiale où le risque de réputation a montré sa pleine puissance géopolitique.***

Enfin, le conflit militaire a une autre conséquence à long terme, toute aussi puissante : sa simple existence modifie toutes les anticipations des États, des entreprises ou des individus, car l'irruption du militaire en Europe change radicalement le champ des possibles et des arbitrages.

### *La perception d'une guerre économique longue impacte durablement les prix et les anticipations*

La deuxième dimension géopolitique qui impacte les prévisions macro-économiques est celle de la guerre économique dont le rythme est lié, au départ, à celui du conflit militaire, mais qui peut durer beaucoup plus longtemps que ce dernier. Dans le cas de la guerre russo-ukrainienne, c'est très probablement le scénario qui se dessine et la perception de ce temps long de la guerre économique est en train de déformer les prix, sur toutes les grandes exportations russes, mais aussi leurs anticipations.

Certes, le détail du scénario de guerre économique n'est pas connu. L'hypothèse forte d'un maintien des sanctions sur Moscou, voire de leur escalade, dessine néanmoins une « *nouvelle normalité* » d'offre et de

demande sur de nombreux secteurs desquels la Russie était un acteur majeur. La guerre économique introduit d'ores et déjà un facteur structurel dans les déterminants des prix. Par ailleurs, elle déclenche aussi des réflexions stratégiques sur les réallocations de production, les investissements directs et le dessin des chaînes de valeur. Là encore, le canal de contagion des anticipations est puissant et la guerre russo-ukrainienne s'apparente, en fait, à un nouveau signal de démondialisation.

### *La guerre s'articule à long terme avec le scénario de recomposition géopolitique globale*


La troisième dimension du conflit russo-ukrainien n'en est encore qu'à ses prémices et va se déployer sur le long terme. C'est pourtant l'un des versants géopolitiques les plus importants de cette guerre : ce conflit n'est qu'un des avatars de la recomposition géopolitique globale en cours, qui est loin d'être achevée. Recomposition globale car plus aucune puissance hégémonique n'est capable d'assurer la sécurité et l'équilibre du système mondial de relations internationales, pas plus les États-Unis que leur principal adversaire, la Chine. Dans cette situation, des ruptures d'équilibre se produisent, nécessairement, que ce soit dans la périphérie des États à visée impériale ou autour des conflits gelés dont beaucoup sont amenés à se réchauffer. La guerre en Ukraine en est un des

exemples tragiques, le conflit dans le Karabakh également. Et il y en aura certainement d'autres. Mais le système était déjà en train de s'effondrer depuis quelques années.

Pour l'instant, il est trop tôt pour savoir quel sera le nouvel équilibre géopolitique mondial à long terme : les hypothèses sont nombreuses, allant d'une guerre froide Occident-Orient à un monde d'îlots économiques et politiques vivant en plus grande autarcie. La seule tendance nette est que ce nouvel équilibre se constituera autour d'alliances de pays – et non sur un principe de pure hégémonie – dont il est néanmoins difficile de prévoir le périmètre. La composante « droits de l'homme » peut y jouer un rôle. Mais il est également possible que la question écologique impose des éléments de négociations plus globales.

Quoi qu'il en soit, la nouvelle cartographie géopolitique devrait apparaître à mesure que les pays prendront position vis-à-vis de la Russie. On verra alors quel est le réel pouvoir géopolitique de la guerre économique lancée par l'Occident contre Moscou. Certains pays, comme l'Inde, n'hésitent visiblement pas à tenter de s'affranchir. Quant à la position chinoise, elle sera le vrai *game changer* du scénario géopolitique global.

**Tania SOLLOGOUB**



# PAYS DÉVELOPPÉS

## Au cœur du scénario ? L'inflation

États-Unis – Une prévision de croissance que l'inflation pourrait remettre en cause

Zone euro – Triple choc

Royaume-Uni – Une inflation plus forte, une croissance plus faible

Japon – Nouveau plan de relance avant les élections de juillet à la Chambre haute

Focus – Inflation : âmes sensibles s'abstenir



## Au cœur du scénario ? L'inflation

La guerre russo-ukrainienne introduit une rupture majeure dont les effets immédiats se diffusent au travers de trois canaux principaux : la confiance en constituant une source d'inquiétudes, l'offre en provoquant des pénuries avérées ou anticipées, la demande en stimulant l'inflation. Si les pays développés s'apprêtent à être très diversement affectés par ce nouveau choc, aucun n'échappe à l'accélération de l'inflation.


### ÉTATS-UNIS : UNE PRÉVISION DE CROISSANCE QUE L'INFLATION POURRAIT REMETTRE EN CAUSE

L'économie américaine devrait se montrer relativement résiliente en 2022 et afficher une croissance supérieure au potentiel, malgré les facteurs de plus en plus défavorables que sont l'envolée de l'inflation et un durcissement plus rapide de la politique monétaire de la Fed. Bien que ces facteurs nous aient conduits à revoir nos prévisions à la baisse pour 2022, de 3,8% à 3,3%, deux éléments majeurs permettront à la croissance de se maintenir au-dessus de son niveau potentiel : la situation financière solide des ménages, qui ont accumulé une épargne importante, et un marché du travail très tendu avec des salaires qui accélèrent. À plus long terme, lorsque ces facteurs s'estomperont quelque peu, une nouvelle décélération de la croissance se dessinerait avec un rythme de 2,1% en 2023, plus en ligne avec le potentiel, mais avec des risques accrus de ralentissement plus marqué.

**Résistance, certes, mais rythme trimestriel irrégulier.** Compte tenu de l'affaiblissement de l'activité fin 2021 provoqué par le variant Omicron, la croissance pourrait se poursuivre sur un rythme ralenti (un peu moins de 2%) au premier trimestre. Elle bénéficierait d'un rebond à près de 3,5% au deuxième trimestre, avant une décélération aux alentours de 2% au second semestre 2022.

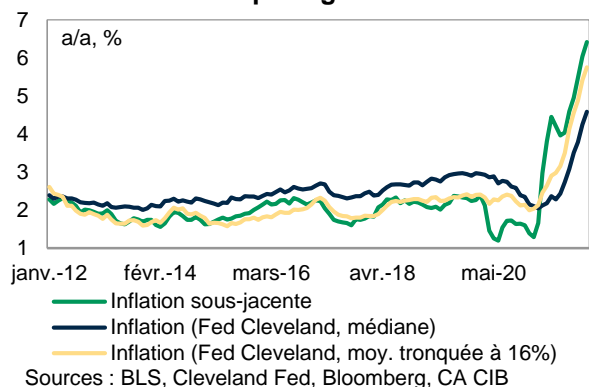
**La montée de l'inflation constitue le principal risque pesant sur notre scénario relativement positif : ce risque a crû continument depuis le début de l'année.** Les chiffres d'inflation ont déjà atteint des niveaux inconnus depuis le début des

années 1980. Les pressions inflationnistes concernent un nombre croissant de composants de l'indice des prix et le conflit en Ukraine a donné une impulsion inflationniste supplémentaire. Nos prévisions d'inflation ont été révisées en hausse. Avec 8,6% pour les prix à la consommation et 6,7% pour l'indice sous-jacent en mars, mois qui devrait constituer un pic, puis une décade progressive, l'inflation devrait s'établir à 7,6% en moyenne sur l'ensemble de l'année et l'inflation sous-jacente à environ 5,8%-5,9%.

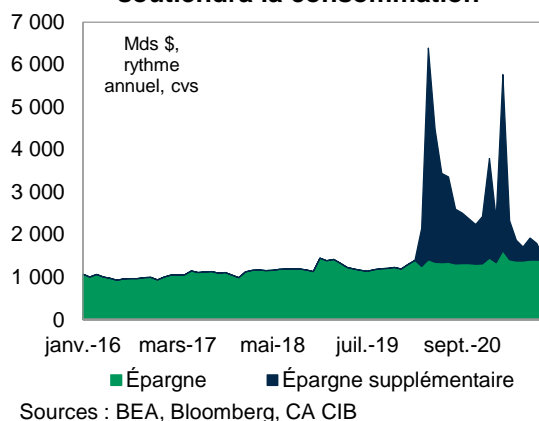
 En variation annuelle	2021	2022
PIB	5,7%	3,3%
Inflation	4,7%	7,6%

**L'inflation va probablement commencer à entamer plus sensiblement le pouvoir d'achat des consommateurs.** Une répétition de la très forte progression de la consommation observée l'an dernier (+7,9%) était évidemment improbable, même avec une inflation demeurant proche de son objectif. La situation financière des ménages et un marché du travail, tous deux solides, se traduiront par une hausse de la consommation comprise entre 3% et 4% plutôt que par un ralentissement proche de la contraction. Malgré le recul marqué de la confiance des consommateurs, nous tablons donc sur un effritement, et non un effondrement, des dépenses de consommation. Néanmoins, si nous étions amenés à réviser une fois

**USA : la généralisation des pressions inflationnistes crée un risque significatif**



**USA : l'épargne accumulée soutiendra la consommation**



de plus nos prévisions d'inflation à la hausse, nous réviserions certainement nos prévisions de croissance à la baisse.

**La situation financière des ménages est satisfaisante.** Leur patrimoine net a augmenté d'environ 27 000 milliards de dollars entre le quatrième trimestre 2019 (dernier chiffre pré-pandémie) et le troisième trimestre 2021 (dernier chiffre dont nous disposons au moment d'écrire ces lignes). Cette hausse comprend notamment une progression d'environ 2 500 milliards de dollars de l'épargne grâce aux programmes d'aide généreux liés au Covid. Les ménages n'ont pas encore utilisé toute cette manne, le taux d'épargne retrouvant tout juste son niveau pré-pandémie. Bien que ces aides n'aient pas été distribuées de manière « égale » (les ménages aux revenus les plus élevés ayant reçu la « part du lion »), elles devraient cependant apporter un soutien significatif à la consommation.

**Le marché du travail – très tendu – devrait renforcer le soutien apporté par l'amélioration de la situation financière des ménages.** Et ce d'autant plus que ce sont les faibles revenus, profitant moins de l'amélioration générale de la situation financière des ménages, qui ont le plus bénéficié du raffermissement du marché de l'emploi. Les créations d'emplois se sont maintenues à un rythme globalement élevé. Cette tendance va se poursuivre grâce à la très forte demande de main-d'œuvre dont témoigne le nombre record d'offres d'emplois. La baisse du taux de chômage (jusqu'à 3,8% en février) pourrait toutefois ralentir avec l'augmentation du taux de participation au marché du travail : nous tablons sur une baisse à 3,5% fin 2022.

**Les tensions sur le marché du travail ont suscité une accélération des salaires.** L'indicateur de croissance des salaires de la Fed d'Atlanta a ainsi atteint des niveaux jamais vus depuis des décennies. Même si certains signes suggèrent qu'un pic pourrait être atteint prochainement, les salaires devraient continuer de progresser assez fortement, compensant au moins partiellement la hausse des prix. De plus, ce sont les salaires des ménages à revenus modestes qui

ont le plus progressé (les salaires du premier quartile étaient en effet en hausse de 5,9% sur douze mois glissants en février, contre seulement 4,0% un an plus tôt) : un soutien bienvenu aux ménages les plus vulnérables face à une montée de l'inflation.

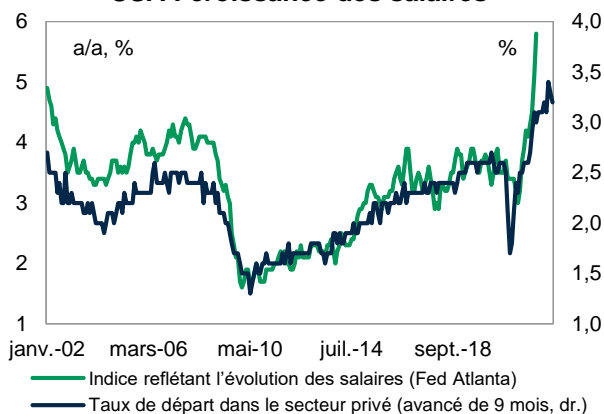
**Notre scénario est également assez optimiste sur l'investissement.** Selon les enquêtes récentes, les entreprises restent optimistes malgré les problèmes persistants d'approvisionnement et de pénurie de main-d'œuvre. Les deux enquêtes ISM se sont maintenues à près de 60 points durant ces derniers mois, indiquant une activité économique soutenue. La bonne tenue des commandes de biens d'équipement de base signale également que l'investissement se porte bien. Les entreprises pourraient, de plus, se lancer dans des investissements de productivité pour mieux contrer la hausse des coûts.

**Autre indicateur favorable, les stocks. Après y avoir significativement puisé au cours des derniers trimestres, les entreprises vont probablement chercher à les reconstituer.** La tendance au repli des stocks a commencé à s'inverser fin 2021, ceux-ci apportant une forte contribution positive à la croissance au quatrième trimestre. Après leur forte utilisation plus tôt en 2021, les stocks restent néanmoins faibles et devraient donc, à mesure de leur reconstitution, contribuer à la croissance.

**Après avoir atteint un niveau sans précédent pour contrer les effets les plus négatifs du Covid, les mesures de soutien monétaires et budgétaires vont s'atténuer.** La Fed va continuer à normaliser sa politique ; les programmes d'aide liés à la pandémie appartiennent au passé et le plan de relance « *Build Back Better* » du président Joe Biden est au point mort, compte tenu de l'opposition du sénateur Joe Manchin. **Les effets résiduels des plans budgétaires antérieurs et une normalisation monétaire plus graduelle que celle anticipée par les marchés devraient permettre un ralentissement progressif, plutôt qu'un coup de frein brutal, vers une croissance en ligne avec sa tendance de long terme.**

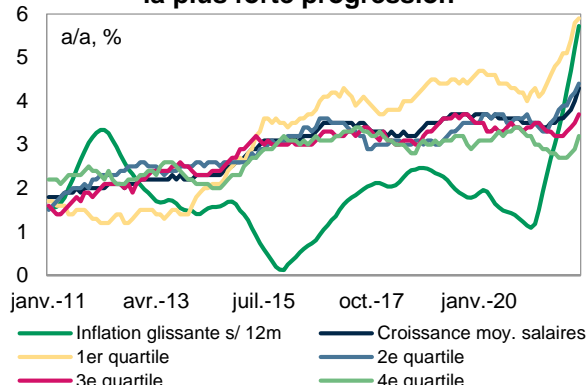
Nicholas VAN NESS

USA : croissance des salaires



Sources : Atlanta Fed, BLS, Bloomberg, CA CIB

USA : les bas salaires ont connu la plus forte progression



Sources : Atlanta Fed, BLS, Bloomberg, CA CIB



## ZONE EURO : TRIPLE CHOC

La zone euro sort d'une année de croissance soutenue en 2021 (+5,3%), résiliente à la vague Omicron et aux contraintes d'offre causées par la crise du Covid.

La guerre en Ukraine se superpose aux dynamiques existantes en générant trois chocs : un choc de confiance lié à l'incertitude croissante, un choc de demande issu de l'impact négatif de la hausse des prix sur le pouvoir d'achat des ménages et les coûts des entreprises, un choc d'offre lié à la pénurie d'intrants conduisant à des interruptions de production.

L'impact de ces chocs doit être évalué dans un contexte exceptionnel où le pouvoir d'achat peut être soutenu par un important excès d'épargne et où la dynamique d'investissement est portée par les fonds européens du NGEU et les plans nationaux de relance. Des réponses budgétaires additionnelles s'organisent pour limiter l'impact de la hausse des prix sur le revenu des ménages et la rentabilité des entreprises. Le résultat de l'interaction de ces facteurs est une **révision à la baisse de notre prévision de croissance du PIB de 4,4% à 2,9% en 2022, sur la base d'une inflation révisée à la hausse de 2,6% à 6,8%**.

### Le rebond post-Omicron évite une récession technique

À la fin de l'année 2021, la croissance a subi une **décélération marquée liée aux restrictions dictées par le variant Omicron**, dont l'ampleur, assez hétérogène entre les pays, est plus marquée en Allemagne. Le quatrième trimestre 2021 laisse néanmoins un acquis de 1,9% à la croissance annuelle de 2021, un point de départ sur lequel se greffe une dynamique de croissance très faible au premier semestre 2022 (0,3% en moyenne par trimestre). Les indicateurs d'enquêtes du début d'année confirment la poursuite de la croissance au cours des premiers mois de 2022. Le rebond lié à la réouverture des économies est anticipé très soutenu au deuxième trimestre en Allemagne et empêche d'afficher pour l'ensemble de la

zone une dynamique récessive qui se dessine, en revanche, en Italie et dont s'approche la croissance atone anticipée en France et en Espagne.

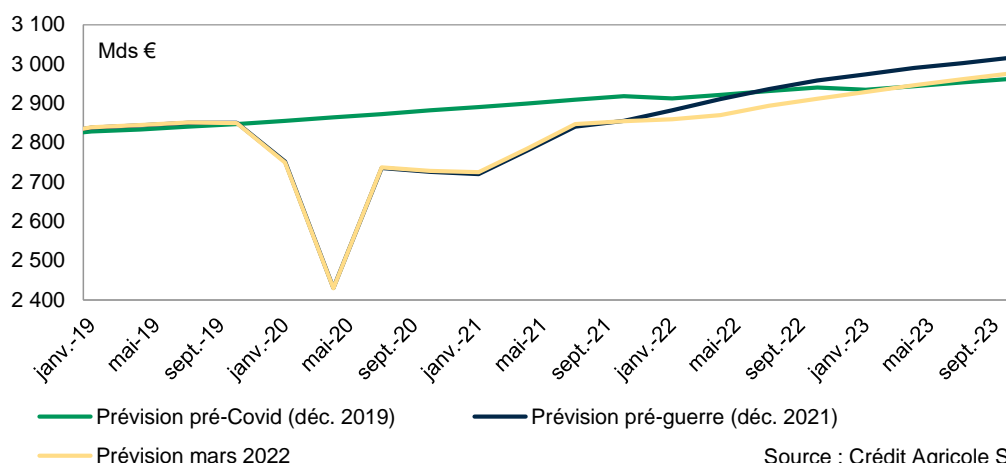
**Malgré l'excès d'épargne, le pouvoir d'achat est affecté.**

**L'impact standard de la hausse d'un point d'inflation est estimé à une perte d'un demi-point de croissance du PIB.** Le principal canal de transmission est la baisse du pouvoir d'achat des ménages. La forte hausse de l'inflation pourrait amputer la croissance du pouvoir d'achat de 2,5 points en dépit d'une compensation partielle offerte par des politiques de soutien aux revenus. Malgré le fort rebond de la consommation à l'été 2021, les pays de la zone euro dégagent encore un surplus d'épargne de 2,5 points en moyenne. Cette épargne est néanmoins concentrée au profit des consommateurs ayant une propension à consommer plus faible : elle ne sera que partiellement utilisée pour amortir l'érosion du pouvoir d'achat. La révision à la baisse de la consommation des ménages est le vecteur le plus puissant de réduction de notre prévision de croissance. Du fait des différentes modalités de formation des prix de l'électricité, l'inflation sera plus élevée en Italie et en Espagne, deux pays dans lesquels la dynamique du revenu des ménages est également plus faible et, par conséquent, la baisse de la consommation privée plus forte.

### Une dislocation hétérogène de la production


**Le potentiel de dislocation de l'offre du fait de l'indisponibilité de matières premières et de biens intermédiaires est déjà visible ; il est particulièrement marqué dans la production automobile, agro-alimentaire et de minerais non métalliques.** Ce risque affecte évidemment différemment les pays : l'Allemagne y est particulièrement exposée du fait de la part significative de l'automobile dans sa valeur ajoutée, puis l'Italie en raison de la part de l'agro-

Zone euro : retard de croissance du PIB



Source : Crédit Agricole S.A.

alimentaire et des minerais non métalliques, enfin l'Espagne mais dans une moindre mesure.

 En variation annuelle	2021	2022
PIB	5,3%	2,9%
Inflation	2,6%	6,8%

#### Une réponse budgétaire, pour l'heure, nationale

**En amont de la guerre, le soutien à l'économie était annoncé en baisse dans les pays de la zone euro et l'impulsion budgétaire était négative.** Notre scénario incorpore de nouvelles mesures de soutien aux ménages et aux entreprises, ainsi que des mesures de lissage des prix pour un montant de 0,9 point de PIB en moyenne. Le coût budgétaire est cependant moindre car partiellement couvert par la redistribution des profits des producteurs d'électricité non gaziers. Les fonds européens du NGEU (0,6 point de PIB) s'y ajoutent également et compensent ainsi presque entièrement l'orientation restrictive de la politique budgétaire.

#### Rattrapage en ordre épars

**Les chocs affectent les pays différemment** en fonction de leur dépendance à l'égard des importations

et exportations russes, de leur *mix* de production et de consommation d'énergie, de leur spécialisation industrielle, mais aussi de leur capacité à mobiliser des fonds publics pour contrer l'impact des chocs. Alors que l'Allemagne devait retrouver son niveau de PIB d'avant le Covid au premier trimestre 2022 dans notre prévision de décembre dernier, elle ne l'atteindrait désormais qu'au troisième trimestre. Pour l'Italie, la date est reportée du deuxième trimestre 2022 au premier trimestre 2023 et pour l'Espagne du premier trimestre au deuxième trimestre 2023.

#### Davantage de risques extrêmes, qui sont autant de risques baissiers sur le scénario de croissance

La réduction, voire l'arrêt de l'approvisionnement énergétique russe, est le scénario plus risqué ; mais le risque d'une fragmentation de la zone euro est également élevé en raison des effets asymétriques des chocs et de l'incapacité à fournir une réponse commune au niveau de l'UE. Un risque additionnel pourrait venir de la résurgence du Covid en Asie et de restrictions chinoises plus longues et plus contraignantes affectant de nouveau les chaînes d'approvisionnement. Enfin, une Fed plus agressive mais aussi des scénarios géopolitiques plus défavorables planent toujours.

Paola MONPERRUS-VERONI

#### Exposition aux chocs

	France	Allemagne	Italie	Espagne
<b>Chocs</b>				
Demande - pouvoir d'achat - prix	-	-	---	--
Offre - interruption production	-	---	--	--
Confiance	-	--	--	-
<b>Amortisseurs</b>				
Excès d'épargne - revenu disponible	+++	++	+	+
Réponse politique économique	++	+	+	+

## ROYAUME-UNI : UNE INFLATION PLUS FORTE, UNE CROISSANCE PLUS FAIBLE

L'invasion russe de l'Ukraine a significativement augmenté l'incertitude entourant les perspectives économiques. Cela donne lieu à une forte révision de nos prévisions : à la hausse pour l'inflation et le taux de chômage, à la baisse pour la croissance. Un net ralentissement de l'activité devrait se dessiner à partir du deuxième trimestre avec une croissance nulle en moyenne aux deuxième et troisième trimestres, accompagnée d'une forte accélération de l'inflation.

*Un début d'année plutôt solide*

Les indicateurs d'activité suggèrent une croissance soutenue au premier trimestre, portée par l'assouplissement des restrictions liées au Covid. Le PIB a crû fortement en janvier et les enquêtes PMI à fin du mois de mars signalent une accélération de l'activité et de l'emploi. Nous anticipons ainsi une croissance de 1,2% au premier trimestre (après 1,3% au quatrième trimestre), croissance tirée par une accélération de la consommation des ménages. En revanche, l'invasion russe en Ukraine vient briser l'optimisme du secteur privé. Déjà fragile en raison des tensions inflationnistes et des problèmes pesant sur les chaînes de production mondiales depuis un an, l'optimisme des entreprises, selon l'indice PMI composite, a chuté à son plus bas niveau depuis octobre 2020.


*Une hausse significative du coût de la vie sera le principal impact de l'invasion russe.**De fortes révisions à la hausse des prévisions d'inflation*

La guerre en Ukraine aura un impact élevé sur l'inflation via la hausse des prix de l'énergie et des matières premières et l'aggravation des tensions sur les chaînes de production mondiales. Or, l'environnement domestique est déjà inflationniste en raison des tensions sur le marché du travail où les salaires nominaux sont attendus en hausse de près de 5%

cette année. Après avoir atteint 6,2% en février, l'inflation devrait atteindre 8% aux deuxième et troisième trimestres, soit une augmentation de près de 2 points de pourcentage par rapport à nos prévisions de janvier. Une nouvelle poussée de l'inflation aura lieu en octobre prochain, lorsque Ofgem (régulateur pour les marchés du gaz et de l'électricité) devra procéder à une hausse supplémentaire de ses plafonds de prix en fonction de l'évolution des futures du gaz sur les marchés financiers. Les risques entourant ces prévisions sont significatifs et orientés à la hausse.

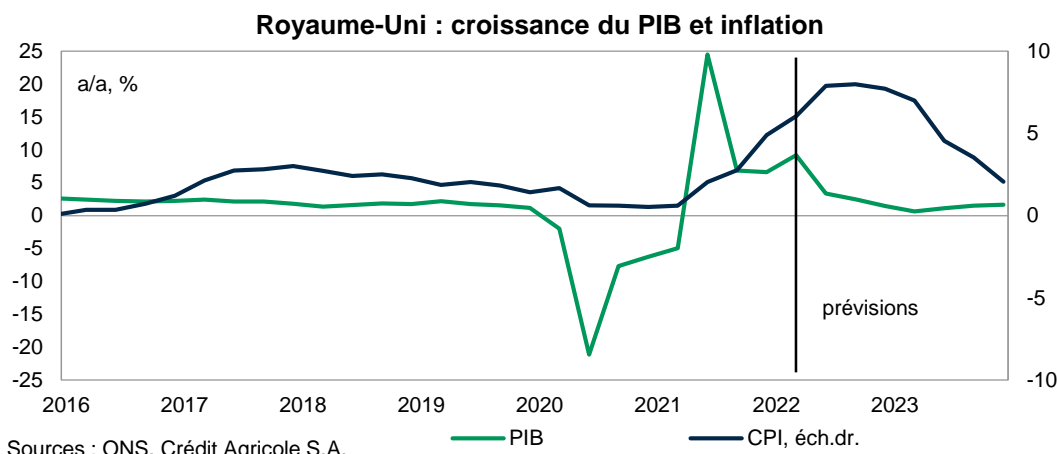
*Anticipation d'une baisse historique du pouvoir d'achat*

L'augmentation du coût de la vie sera donc le principal impact de l'invasion russe en Ukraine sur l'économie britannique. Selon l'indice Gfk, en réponse à la baisse des revenus disponibles réels, la confiance des ménages a d'ores et déjà baissé pour atteindre son plus bas niveau depuis novembre 2020. Prévue à -2% en moyenne en 2022 avant la guerre, la baisse du revenu réel des ménages pourrait atteindre -4%.

 En variation annuelle	2021	2022
PIB	7,4%	4,0%
Inflation	2,6%	7,4%

À la baisse du pouvoir d'achat s'ajoute l'impact redouté de l'incertitude sur les comportements d'épargne et d'investissement du secteur privé. Les ménages, de manière agrégée et pour ceux qui le peuvent, devront puiser dans l'épargne accumulée pendant la pandémie et/ou avoir recours au crédit à la consommation pour soutenir leur consommation. Les entreprises vont sans doute reporter des projets d'investissement en attendant une meilleure visibilité.

Slavena NAZAROVA





## JAPON : NOUVEAU PLAN DE RELANCE AVANT LES ÉLECTIONS DE JUILLET À LA CHAMBRE HAUTE

### Contraction ponctuelle du PIB réel au premier trimestre

Alors que le conflit s'intensifie en Ukraine et que les mesures de lutte contre le Covid restent en vigueur, le PIB réel du Japon aurait reculé au premier trimestre. La première estimation sera publiée le 18 mai : nous anticipons un recul de 3,5% par rapport au trimestre précédent, en raison de la consommation privée, de l'investissement logement et des exportations nettes.

Cette contraction trimestrielle restera cependant ponctuelle en raison, notamment, du lancement d'un nouveau plan de relance avant les élections de juillet à la Chambre haute. Le cabinet du Premier ministre, Fumio Kishida, a entamé des discussions avec la coalition au pouvoir (PDL et Komeito), afin de soutenir le pouvoir d'achat des ménages : celui-ci pâtit de la détérioration des termes de l'échange résultant de l'affaiblissement du yen et de la hausse du prix des importations alimentaires et énergétiques.

### Les négociations salariales de printemps (Shunto) déboucheront-elles sur des hausses de salaire en ligne avec une inflation de 2% ? Non

Dans ces circonstances, le Premier ministre a clairement indiqué qu'il s'attendait à ce que les entreprises acceptent une augmentation de 3% lors du Shunto qui se poursuit actuellement. Les premières indications, au mois de mars, suggèrent une augmentation moyenne des salaires de 2,14%, un niveau inférieur aux attentes de Fumio Kishida.

Si l'on en juge par le lien historique entre l'inflation et les hausses de salaire du Shunto, il faudrait une hausse des salaires de 5% pour être en ligne avec une inflation de 2%. Pourquoi un chiffre aussi élevé ? Parce qu'environ 70 à 80% des augmentations de salaire du Shunto sont liées à l'ancienneté : les salaires augmentent simplement parce que l'ancienneté des employés croît d'une année. La partie résiduelle (= hausses de salaire du Shunto - hausses de salaire liées à

l'ancienneté) représente l'augmentation réelle des salaires de base, la plus importante pour atteindre une inflation durable de 2%.

### Une pression croissante sur la politique budgétaire à l'approche des élections à la Chambre haute

Il est clair que le Shunto ne débouchera en aucun cas sur des hausses de salaire de 5%. Cette situation va exercer une pression économique et politique sur Fumio Kishida et le pousser à préparer un nouveau plan de relance économique avant les élections à la Chambre haute en juillet.

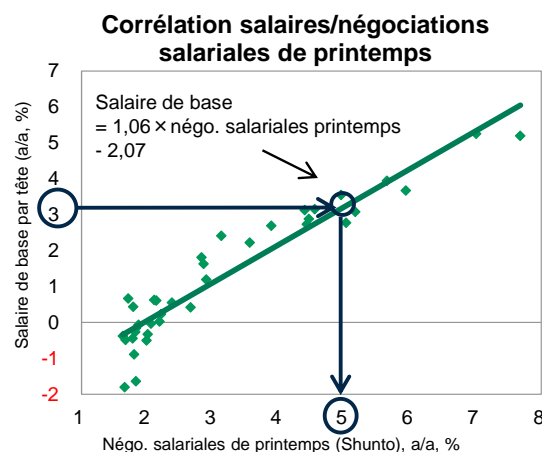
Le marché est préoccupé et s'interroge : un tel plan de relance s'accompagnera-t-il d'une augmentation significative des nouvelles émissions de JGB ? C'est peu probable : le gouvernement utilisera des fonds de réserve prévus dans le budget initial de l'exercice 2022 (pour lequel il ne sera pas nécessaire d'émettre de nouveaux JGB) plutôt que d'adopter un budget supplémentaire (qui nécessiterait de nouvelles émissions de JGB).

En variation annuelle	2021	2022
PIB	1,7%	0,7%
Inflation	-0,2%	1,3%

Si le Premier ministre veut mettre sur pied un budget supplémentaire, la session actuelle du Congrès, censée se terminer le 15 juin, devra être prolongée. Une telle prolongation ne sera pas acceptée par le PDL au pouvoir : elle écourterait de manière excessive la campagne en vue des élections de juillet à la Chambre haute. En conséquence, nous tablons sur un plan de relance relativement modeste avec peu ou pas d'émissions de JGB.

Kyohei MORITA

### Une inflation de 2% supposerait des hausses de salaire de 5% lors du Shunto...



Notes : 1. Les chiffres sont basés sur des données annuelles depuis 1980 - 2. Les négociations salariales du printemps comprennent une augmentation de salaire basée sur l'ancienneté

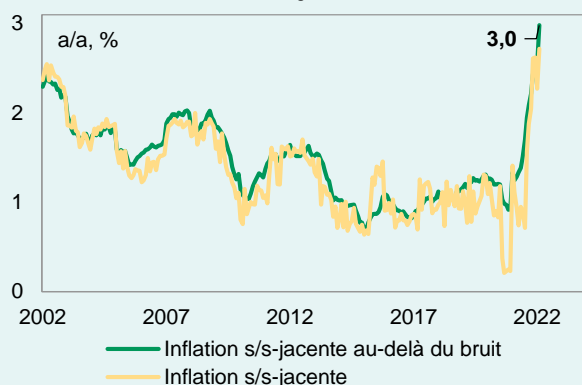
Sources : MIC, MHLW, Crédit Agricole CIB

## FOCUS – Inflation : âmes sensibles s’abstenir

Avant même le déclenchement de la guerre en Ukraine, la dynamique de l’inflation était très puissante aux États-Unis et en Europe.

En **Europe**, le rythme de l’inflation « *inner-core* » (notre mesure de l’inflation *core* au-delà du bruit) était déjà de l’ordre de 3% en variation annuelle, avec une tendance très nette à la hausse. On était « en plein » dans les effets de second tour : augmentation des prix dans les biens et les services de grande consommation suite à la hausse des prix des matières premières et des surcoûts logistiques qui avaient marqué 2021.

**ZE : notre indicateur d’inflation « *inner-core* », déjà à 3% en février**



Aux **États-Unis**, la situation inflationniste était aggravée par une dynamique salariale puissante avec une augmentation des salaires de l’ordre de 5% sur un an et des prix de l’immobilier (qui entrent indirectement dans l’indice « CPI » américain) progressant d’environ

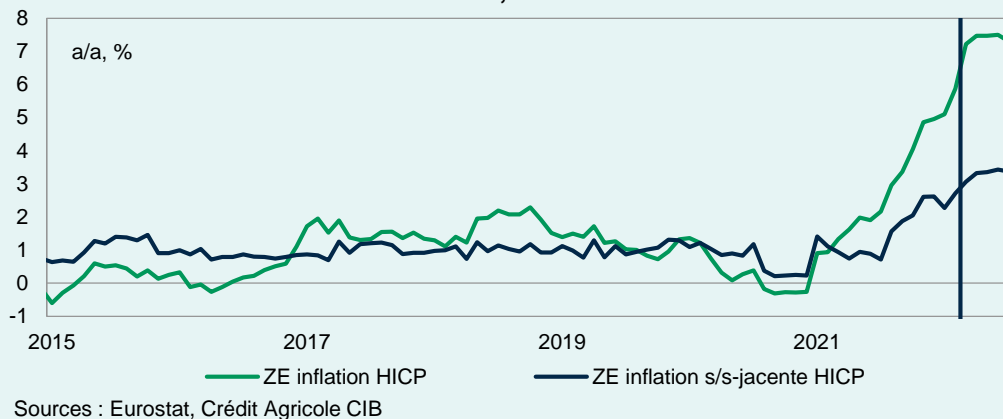
15% sur un an. La situation était donc déjà très préoccupante.

**La guerre en Ukraine ajoute évidemment une nouvelle strate d’inflation** : très forte augmentation des prix des matières premières, nouvelles ruptures dans les chaînes d’approvisionnement et risques de pénuries. De façon plus structurelle, l’épisode valide également la tendance à une certaine « déglobalisation » (forcément génératrice d’inflation, puisque c’est une des optimisations des flux commerciaux) et aux dépendances non productives, mais néanmoins nécessaires (fort rebond des dépenses militaires). Sauf à supposer une rechute rapide des prix, les effets de second tour liés aux matières premières devraient durer au moins trois ans : cela suggère, au-delà du formidable pic de 2022, une inflation anormalement élevée sans doute jusqu’en 2024, voire au-delà, notamment aux États-Unis. À ce stade, le pic d’inflation aura duré quatre ans (de 2021 à 2024), invalidant le terme d’inflation transitoire.

Nous anticipons désormais une inflation moyenne de 6,8% en zone euro et 7,6% aux États-Unis. **En 2022, les agents économiques et les banquiers centraux vont donc devoir gérer une inflation puissante** qui viendra se superposer à une « histoire » d’inflation elle-même inquiétante (cf. *supra*). **L’inflation n’a pas fini de nous inquiéter.**

Jean-François PERRIN

**Prévisions au 28 mars 2022 : l’inflation en zone euro vers 7,5% aux T2 & T3 2022**





# PAYS ÉMERGENTS D'un choc à l'autre

Panorama – D'un choc à l'autre

Chine – Des mesures concrètes sont nécessaires

Brésil – Hors de l'œil du cyclone (pour une fois)

Russie – Vers l'inconnu

Inde – Jusqu'où pourra tenir la RBI ?



## Pays émergents – D'un choc à l'autre

La guerre en Ukraine pèse sur la reprise *post-Covid* des pays émergents. Plus que le resserrement monétaire américain, la contagion géopolitique, la hausse des prix des matières premières et les problèmes affectant les chaînes d'approvisionnement constituent les principales difficultés pour les économies émergentes. Les économies d'Europe centrale sont les plus vulnérables.

D'un choc à l'autre. Les économies émergentes sont passées des promesses d'une reprise *post-Covid* graduelle à la nécessité de faire face à deux incertitudes majeures : les conséquences de la guerre en Ukraine et l'attitude durablement *hawkish* des banques centrales des pays développés.

Chiffres-clés En variation annuelle	2021	2022
PIB	6,7%	4,3%
Inflation	5,4%	5,5%

### Trois canaux de transmission

Les conséquences négatives de la guerre en Ukraine peuvent se répercuter par trois principaux canaux de transmission.

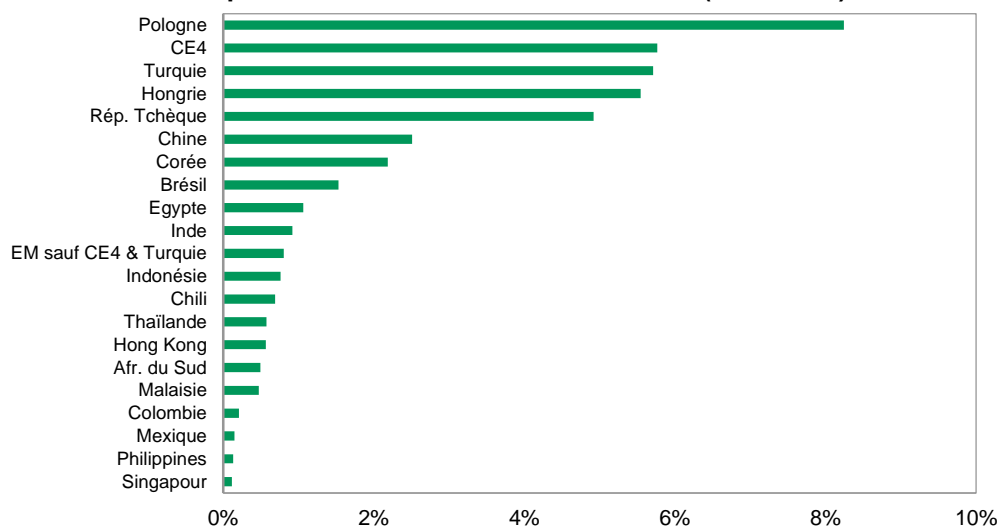
Premièrement, dans une période de tensions géopolitiques croissantes (avec une portée mondiale), on pouvait légitimement anticiper une **montée de l'aversion au risque** avec une possible contagion financière dont souffriraient plus particulièrement les marchés les plus dépendants des financements extérieurs. Cette contagion a cependant été limitée jusqu'à présent. Les devises à rendements élevés ou celles des pays qui affichent un déficit courant ne se sont pas dépréciées beaucoup plus que les autres devises émergentes. Cela pourrait s'expliquer par les

anticipations selon lesquelles la guerre resterait localisée en Ukraine et ne dégèrerait pas en confrontation directe entre la Russie et l'Otan.

Le deuxième canal est le **degré d'intégration avec la Russie et l'Ukraine**. À cet égard, les économies d'Europe de l'Est sont les plus impactées. Près de 6% des exportations des pays du CE4 (pays d'Europe centrale : Pologne, Hongrie, Roumanie, République tchèque) et de la Turquie sont destinées à la Russie ou à l'Ukraine, contre moins de 1% pour le reste des émergents (la Chine est au-dessus, à 2,5%). Ces pays doivent, en outre, gérer des flux considérables de réfugiés, avec un impact potentiellement significatif sur leur solde budgétaire, leur marché du travail et l'inflation. Les inquiétudes géopolitiques, enfin, ont un impact nettement plus prononcé sur l'Europe centrale que sur les autres régions émergentes.

Troisième canal : les **prix des matières premières**. Ensemble, les belligérants jouent un rôle mondial majeur en tant qu'exportateurs de matières premières. Il s'agit avant tout du pétrole et du gaz russes, mais pas seulement. La Russie est également un grand exportateur de blé, d'engrais, ainsi que de métaux (l'aluminium, le nickel et le palladium, notamment) très utilisés dans certains secteurs industriels. L'Ukraine est un important exportateur de blé et de graines oléagineuses mais également de certains intrants essentiels pour l'industrie des semi-conducteurs, comme le gaz néon. Les prix des matières premières ont bondi de 10% depuis le début de l'année. Les prix

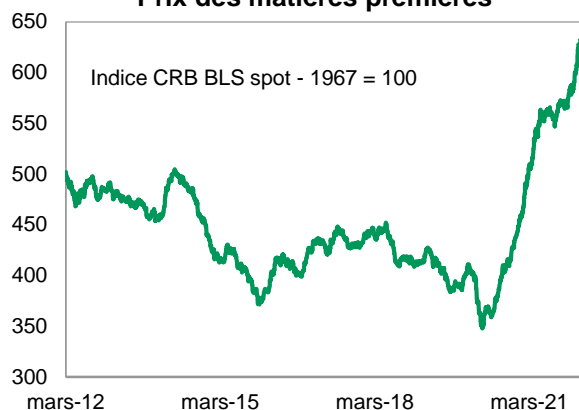
Part des exportations vers la Russie et l'Ukraine (2020-2021)



Source : Crédit Agricole CIB

du pétrole et du gaz ont augmenté plus violemment et ceux des denrées alimentaires ou des métaux ont progressé de plus de 30% sur un an. La hausse des prix des matières premières impacte les pays émergents *via* l'inflation et la balance des paiements. L'impact sur l'inflation est direct et suggère que le risque d'inflation, déjà élevé avant la guerre, s'est encore accru et ce dans tous les pays émergents. L'impact sur la balance des paiements est plus différencié : il constitue un frein pour les importateurs nets en Asie et en Europe de l'Est, mais un coussin de sécurité pour les exportateurs nets dont l'Amérique du Sud.

Prix des matières premières



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Les faucons à l'œuvre

La Fed et la BCE ont toutes deux confirmé qu'elles maintiendraient leurs plans de resserrement monétaire malgré les incertitudes créées par la guerre. Sur le papier, une hausse des taux (américains en particulier) aurait tendance à exercer des pressions sur les pays émergents, notamment sur les plus dépendants des financements extérieurs. Cette fois-ci, il existe un risque supplémentaire lié au **risque de stagflation**.

Les pays émergents pourraient être confrontés à une baisse de la demande mondiale, une hausse de l'inflation, des taux d'intérêt mondiaux plus élevés ;

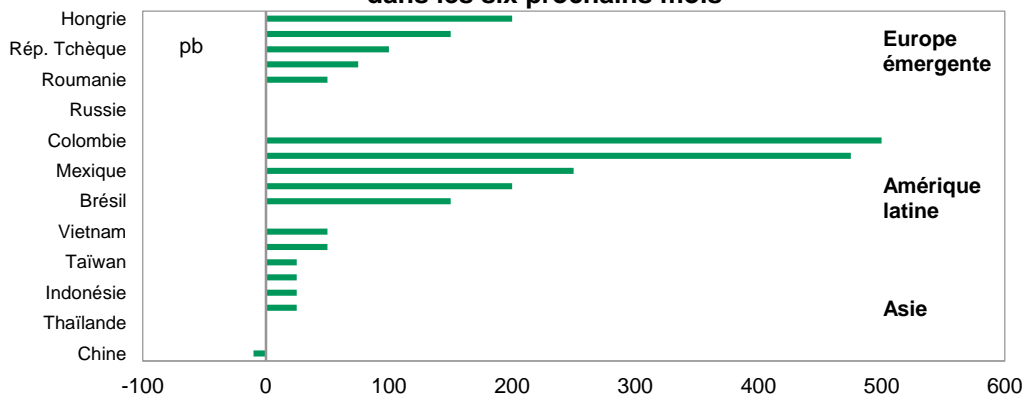
simultanément, les banques centrales émergentes pourraient elles-mêmes être contraintes à resserrer leur politique monétaire plus activement pour lutter contre l'inflation et/ou la dépréciation de leur devise. En effet, au cours des derniers trimestres, à l'instar de leurs homologues des pays développés, la plupart des banques centrales émergentes ont eu du mal à savoir à quel point le choc inflationniste serait temporaire. En Amérique latine et en Europe, la plupart d'entre elles ont augmenté résolument leurs taux directeurs ; de nombreuses banques centrales se sont cependant réfrénées en raison du caractère jugé partiellement temporaire du choc inflationniste. La plupart des économies émergentes ont donc connu des taux d'intérêt réels négatifs. Certaines banques centrales pourraient désormais être amenées à reconsidérer leur position et à relever davantage leurs taux directeurs.

Or, la détermination de la Fed à lutter contre l'inflation, combinée aux interrogations sur la croissance à moyen terme liées, d'une part, précisément à l'approche de la Fed et, d'autre part, aux nombreux facteurs d'incertitude récemment apparus, pourrait limiter la remontée des taux longs américains. Notre scénario retient un aplatissement de la courbe des taux en dollar. Dans un scénario médian, les pays émergents pourraient ainsi être en partie protégés des effets du resserrement monétaire des pays développés. Les taux à dix ans ont néanmoins considérablement augmenté au cours de l'année écoulée et le risque d'une poursuite de cette hausse (en cas de réévaluation des perspectives d'inflation dans les mois à venir) doit être pris en compte.

Queues de distribution épaisses

L'environnement macro-économique et boursier actuel est caractérisé – probablement plus que jamais au regard des dernières années – par des queues de distribution particulièrement épaisses (c'est-à-dire par une probabilité élevée de survenance d'événements ou phénomènes extrêmes). On peut certes formuler un scénario médian : de nombreux facteurs peuvent faire évoluer la situation dans des directions différentes. L'éventail des scénarios possibles s'est

Prévisions : changements de taux directeurs dans les six prochains mois



Source : Crédit Agricole CIB

considérablement élargi avec la crise sanitaire et, plus encore, avec la guerre en Ukraine.

*Une forte différenciation régionale*

En termes régionaux, deux groupes de pays pourraient connaître des difficultés plus importantes que les autres. Les premiers sont les **pays d'Europe centrale**, qui sont **parmi les plus exposés**. Ils sont proches de l'œil du cyclone géopolitique ; ils sont importateurs nets de matières premières (de carburant, notamment) ; le conflit en Ukraine aggrave les difficultés qu'ils rencontrent en termes de chaînes d'approvisionnement, en particulier dans le secteur automobile ; enfin, leurs économies doivent faire face à d'importants afflux de réfugiés.

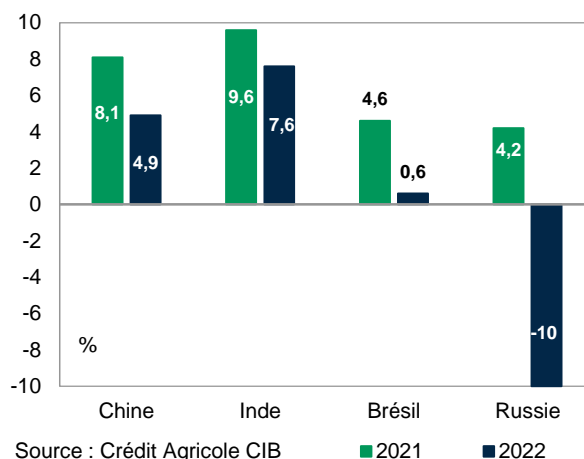
Le deuxième groupe de pays exposés est celui des **pays à faible revenu**, en particulier s'ils sont importateurs nets de denrées alimentaires et d'énergie et s'ils souffrent d'un manque de flexibilité budgétaire ou extérieure. La forte dépréciation de la livre égyptienne en mars illustre bien ce handicap : l'Égypte est un grand importateur net de denrées alimentaires, notamment de blé russe et ukrainien. La plupart de ces pays ne se situent pas au centre de la carte de la finance mondiale et leurs difficultés pourraient dès lors passer relativement inaperçues pour la communauté financière. Cependant, celles-ci vont se concrétiser et pourraient conduire à des remous sociaux et politiques plus visibles au fil du temps. Rappelons-nous qu'au début de la dernière décennie, les printemps arabes ont été en partie le résultat de l'érosion du pouvoir d'achat et de l'augmentation des inégalités perçues par les populations.

On peut considérer que **deux groupes de pays bénéficient du nouveau contexte**, au moins temporairement. Les **producteurs de pétrole en général et les pays du Golfe en particulier**, bénéficieront de la hausse de la demande pour leurs exportations, sur fond de sanctions contre la Russie. Sous-produit direct de leurs ressources en hydrocarbures, ils pourraient bénéficier d'une plus grande marge de manœuvre sur un plan géopolitique. **L'Amérique du Sud** pourrait également profiter de cette situation. Si la région est exportatrice nette de matières premières (produits agricoles, métaux et carburant dans une moindre mesure), il ne faut

toutefois pas oublier que de nombreux pays y souffrent d'une flexibilité budgétaire dégradée et parfois d'incertitudes politiques. Le risque serait qu'une amélioration des termes de l'échange masque temporairement la dégradation ou dissuade les initiatives propres à l'interrompre laissant un coût macro-économique à payer en différé. Les élections générales au Brésil sont prévues dans six mois.

**L'Asie se situe entre ces deux extrêmes.** La région devrait être affectée principalement par les problèmes d'approvisionnement et par l'inflation. Non seulement de nombreux pays asiatiques sont d'importants importateurs nets de carburant, mais certains d'entre eux sont également dépendants de produits importés d'Ukraine utilisés par leurs industries de pointe. À cet égard, le risque est double : les banques centrales asiatiques (qui sont en retard par rapport aux autres banques centrales émergentes) pourraient anticiper les hausses de taux et/ou les problèmes affectant les chaînes d'approvisionnement pourraient alimenter les tensions sur les marchés actions, contribuant à durcir davantage les conditions financières. En revanche, l'impact direct de la hausse des prix du blé et du maïs pourrait être moins marqué que dans d'autres régions dans la mesure où la part de l'alimentation dans les indices de prix est généralement plus faible et que la consommation alimentaire de nombreux pays asiatiques repose davantage sur le riz, dont les prix ont été plus stables.

**BRIC : croissance du PIB**



Sébastien BARBÉ

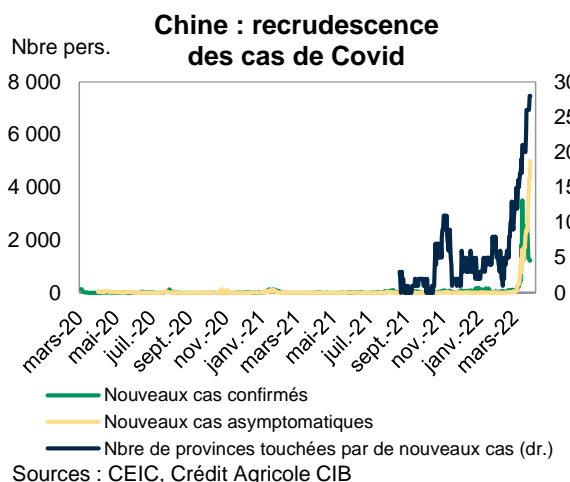


## CHINE : DES MESURES CONCRÈTES SONT NÉCESSAIRES

**À court terme, les perspectives de croissance restent incertaines.** Bien que notre prévision de croissance du PIB de 4,9% pour 2022 soit maintenue, de fortes incertitudes pèsent sur la demande intérieure et extérieure. Cela introduit un risque baissier sur nos prévisions (déjà inférieures au consensus), malgré des chiffres d'activité meilleurs que prévu au cours des deux premiers mois de l'année. Si les décideurs politiques chinois intensifient leurs mesures d'assouplissement comme ils l'ont promis, la croissance économique pourrait se raffermir, après un point bas au deuxième trimestre et repasser au-dessus de 5% au second semestre.

**La Chine est actuellement confrontée à sa vague de Covid la plus grave depuis mars 2020 :** cela pourrait coûter entre 0,8 et 1,0 point de pourcentage à la croissance en mars et avril, sous réserve que la situation n'évolue pas vers un confinement généralisé. Parallèlement, la contraction du secteur de l'immobilier s'est poursuivie et continue d'éroder la croissance. Enfin, la guerre en Ukraine en pesant sur la croissance mondiale pourrait constituer un frein supplémentaire si la demande extérieure (en particulier européenne) est fortement impactée.


**L'inflation devrait rester assez modérée en raison de la faiblesse de la demande intérieure.** Cela rend possible un nouvel assouplissement de la politique monétaire, malgré les pressions sur les prix alimentaires et de l'énergie liées à la guerre en Ukraine. Nos prévisions d'inflation pour 2022 ont été revues à la hausse : 2,1% pour les prix à la consommation et 4,5% pour les prix la production, contre 1,9% et 4,0% respectivement précédemment. L'objectif (non contraignant) d'inflation des prix à la consommation du gouvernement se situe à 3% pour 2022.



## Des actions concrètes prévisibles après des promesses politiques fortes

**La Chine s'est fixée un objectif ambitieux de croissance du PIB « d'environ 5,5% » pour 2022,** montrant ainsi sa détermination à assurer une croissance solide et la stabilité sociale avant l'important 20<sup>e</sup> Congrès du Parti qui aura lieu fin 2022. Après le récent plongeon des actifs à risque, les principaux responsables économiques chinois ont envoyé un signal fort, promettant la stabilité de la croissance économique et des marchés financiers. C'est « plus facile à dire qu'à faire » et certaines promesses répétées depuis fin 2021 ont conduit à des déceptions. En vue du Congrès, des actions concrètes devraient néanmoins être mises en œuvre prochainement.

**Le soutien public devrait se raffermir sensiblement en 2022** par rapport à 2021, à la faveur d'investissements anticipés dans les infrastructures et de baisses plus importantes d'impôts et taxes. Malgré une réduction de 40 points de base du ratio déficit/PIB en 2022 (à 2,8% du PIB), le ratio plus large incluant les fonds gérés par le gouvernement passerait de 5,2% du PIB en 2021 à 7,8% du PIB en 2022.

	2021	2022
 En variation annuelle		
PIB	8,1%	4,9%
Inflation	0,9%	2,1%

De nouvelles mesures seront prises concernant l'immobilier pour stimuler la demande de logements, soutenir la croissance de l'investissement, assouplir les conditions de crédit et prévenir tout manque de liquidité dans le secteur. La Chine devrait néanmoins conserver sa stratégie de « zéro Covid » d'ici au 20<sup>e</sup> Congrès du Parti fin 2022.

Sur le front de la politique monétaire, nous continuons de tabler sur une baisse de 10 points de base du taux directeur et sur une baisse d'au moins 50 points de base du taux de réserve obligatoire (RRR) au premier semestre, baisses qui devraient intervenir assez vite afin de stabiliser la croissance et le sentiment de marché. En termes d'implications pour les marchés, peu de facteurs majeurs sont susceptibles de faire basculer les taux en « mode monodirectionnel » : les rendements des obligations d'État devraient rester dans une fourchette étroite (2,70%-2,85%) au cours des deux prochains trimestres. **Le yuan pourrait légèrement se déprécier et le dollar se situer au-dessus de 6,45 yuans au premier semestre,** sur fond de poursuite de la divergence entre les politiques monétaires américaines et chinoises.

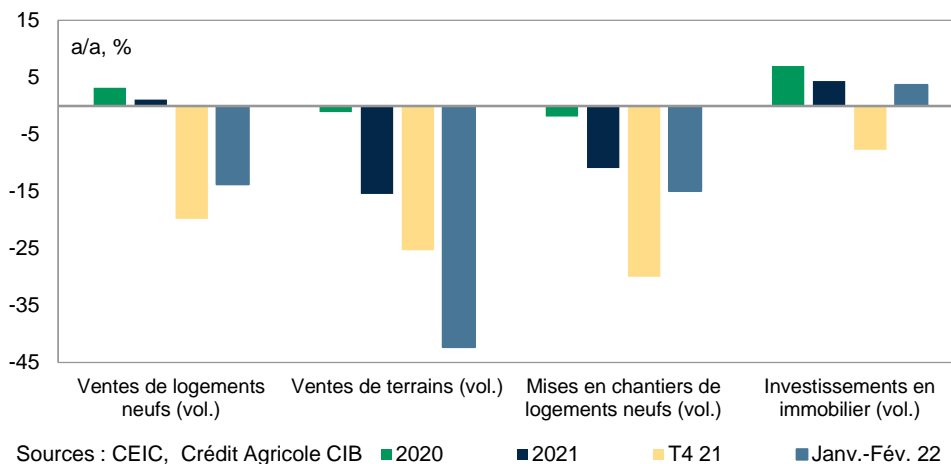
**Risques à surveiller : Covid, crédit immobilier, tensions géopolitiques**

À court terme, les investisseurs devraient rester prudents et continuer à surveiller les risques liés au Covid, aux défauts dans le secteur immobilier, aux

éventuelles sanctions contre des entreprises chinoises et à la possible montée des tensions entre les États-Unis et la Chine.

Xiaojia ZHI

**Chine : la demande est restée faible dans l'immobilier**



## BRÉSIL : HORS DE L'ŒIL DU CYCLONE (POUR UNE FOIS)

**La guerre russo-ukrainienne ne menace pas la croissance via les volumes mais la freine via l'accélération d'une inflation déjà sévère.**

Représentant moins de 1% des exportations brésiliennes, les belligérants sont une destination marginale. Si le rôle global dans les importations brésiliennes est faible (2,1%), la concentration (25% de fertilisants, soit 30% des fertilisants importés par le Brésil) est problématique et suggère d'éventuels blocages. Le Brésil ne bénéficiera en outre pas de la place laissée vacante par les fournisseurs défaillants : les effets *via* les volumes seront donc marginaux. L'impact se fera sentir par les prix : **amélioration des termes de l'échange** grâce aux prix des produits dont le Brésil est exportateur net (céréales, fer, acier, minerais, pétrole) et **accélération de l'inflation**, déjà dangereusement élevée, *via* les postes les plus sensibles (transport, dépenses liées au logement, alimentation).

*Que peut un resserrement monétaire même résolu face à une inflation essentiellement due à des chocs d'offre ?*

Après le rebond de 2021, **les perspectives de croissance sont ternes**. À l'exception du secteur des services (dopé par de meilleures perspectives après la vague Omicron), tous les indices de confiance se replient sous l'effet des hausses conjuguées de l'incertitude, de l'inflation et des taux d'intérêt. Stimulé par les créations de micro-entreprises attestant la récupération lente de l'emploi formel, le redressement du marché du travail (taux de chômage trimestriel à 11,2% en janvier 2022, contre 12,1% en octobre 2021 et un pic à 14,9% en mars 2021) se poursuit sans emballement des salaires nominaux et, *a fortiori*, réels. Initialement encouragée par la dépréciation du real, les

prix de l'énergie, mais aussi son éloignement géographique et les goulets d'étranglement, l'inflation se diffuse et atteint 10,5% sur un an en février à rapprocher d'une cible dont le plafond est à 5,25%.

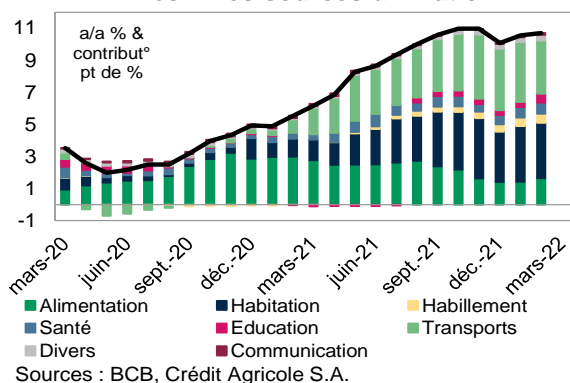
Le gouvernement a récemment pris des dispositions visant à limiter l'inflation<sup>1</sup> et annoncé un plan dit « *Renda e Oportunidade*<sup>2</sup> » visant à stimuler la demande : si l'impact des premières s'annonce limité, l'effet du second (potentiellement 160 milliards de reais, soit 1,8% du PIB) pourrait être substantiel.

	2021	2022
En variation annuelle		
PIB	4,6%	0,6%
Inflation	10,1%	6,5%

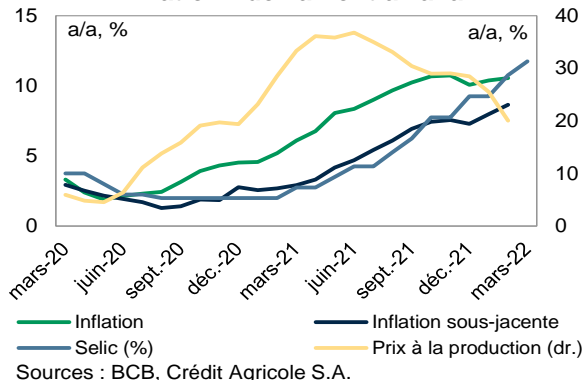
Depuis mars 2021, la banque centrale (BCB) a relevé le taux directeur (Selic) de 2% à 11,75%. Alors que l'inflation est en amont essentiellement due à des chocs (à désormais mettre au pluriel) d'offre, il s'agit pour la **BCB d'affirmer qu'elle entend voir respecter son objectif d'inflation à moyen terme** en ancrant les anticipations et prévenant les dépréciations de change qu'une action jugée « timorée » pourrait promouvoir. L'accélération puis le maintien à un niveau plus durablement élevé de l'inflation justifient de relever le pic attendu du Selic (13,25% en décembre 2022) et réduisent la probabilité d'une baisse rapide. Différentiel de rendements confortable et amélioration des termes de l'échange expliquent la résistance du change. Ils permettent d'espérer que le Brésil ne soit pas prématurément dans l'œil du cyclone financier, malgré les élections<sup>3</sup> d'octobre qui s'annoncent très polarisées.

Catherine LÉBOUGRE

Brésil : les sources d'inflation



Inflation : de l'amont à l'aval



<sup>1</sup> Réduction de la taxe sur les produits industriels (IPI), des taxes fédérales et d'État sur les carburants, des droits de douane sur les importations de différents biens (éthanol et six produits alimentaires de base) jusque fin 2022 et de biens d'équipement et technologies de l'information, sans limite de durée.

<sup>2</sup> Les finances publiques se sont améliorées (janvier 2022 : excédent primaire, déficit total et dette publique brute à, respectivement, 1,2%, -3,6% et 79,6% du PIB sur 12 mois), mais la marge de manœuvre est étroite. La stimulation ne repose donc pas directement sur le budget.

Autorisation de déblocage (plafonné à 1 000 reais par salarié) à partir du FGTS (*Fundo de Garantia do Tempo de Serviço*), versement par anticipation du 13<sup>e</sup> mois pour les retraités du secteur public, simplification des micro-crédits aux personnes à revenu modeste et aux PME.

<sup>3</sup> Élections présidentielles et législatives (renouvellement de la Chambre basse et d'un tiers des sièges du Sénat).


## RUSSIE : VERS L'INCONNU

Les perspectives pour la Russie sont évidemment entourées d'une lourde incertitude. Il est non seulement difficile d'évaluer précisément l'impact des sanctions déjà annoncées et la baisse des flux d'investissement résultant du soudain isolement de la Russie, mais de nouvelles sanctions pourraient encore être prises. Le rythme auquel l'Europe réduira ses importations de carburant en provenance de Russie constitue une grande inconnue. Mais il nous faut formuler des hypothèses : un virage à 180 degrés est exclu et l'Europe réduira de manière significative sa dépendance énergétique à l'égard de la Russie au cours des prochains trimestres, quelle que soit l'évolution de la situation en Ukraine.

*L'Europe réduira de manière significative sa dépendance énergétique à l'égard de la Russie au cours des prochains trimestres.*

Érosion du pouvoir d'achat de la population liée à l'inflation, réduction du soutien du système bancaire mais aussi difficultés d'approvisionnement et montée de l'épargne de précaution conduiront à une forte contraction de la **consommation privée** au cours des prochains trimestres. Quant à l'**investissement**, la contraction devrait être encore plus puissante, l'horizon économique des entreprises russes s'étant brutalement obscurci. La forte montée des taux d'intérêt mise en œuvre fin février (+1 050 points de base, à 20%) va pénaliser à la fois la consommation et l'investissement. L'**accélération de l'inflation** pourrait la porter vers un pic d'environ 35% au troisième trimestre, avant un repli progressif, si (et seulement si) le rouble ne tombe pas en chute libre.

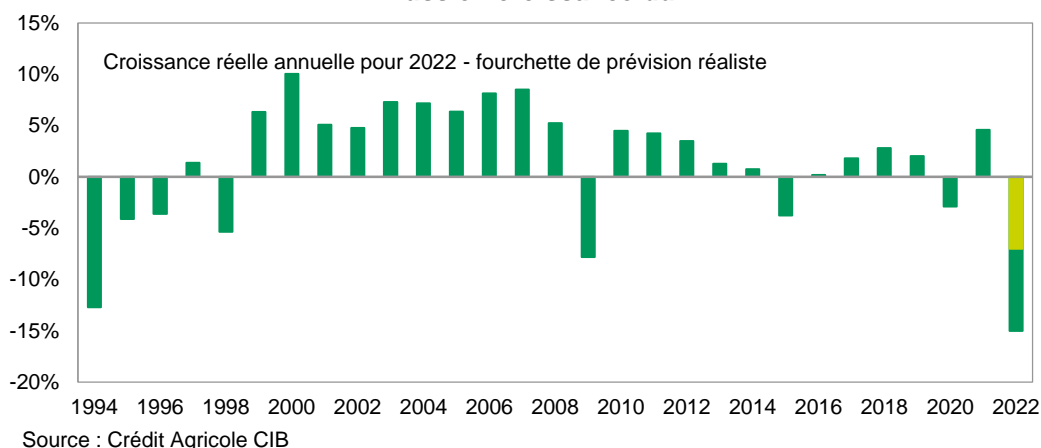
La position extérieure devrait jouer un rôle d'amortisseur. Compte tenu de la hausse des prix mondiaux du pétrole et du gaz, et même si l'énergie russe se vend sous les cours mondiaux, d'importantes recettes d'exportation continuent d'irriguer l'économie et le budget russes et de soutenir la balance courante. La Russie sera probablement en mesure de rediriger une partie de ses exportations de pétrole vers des pays qui n'ont pas pris de sanctions à son encontre. La Chine et l'Inde sont parmi les plus grands importateurs nets de carburant au monde. Les recettes générées par les exportations baisseront toutefois fortement si l'Europe réduit sa dépendance énergétique à l'égard de la Russie.

 En variation annuelle	2021	2022
PIB	4,7%	-9,0%
Inflation	6,7%	27,0%

Afin d'établir un **scénario médian** pour l'économie russe, nous tablons sur une **contraction du PIB de 9% en 2022** (dans une fourchette de 7% à 15% en fonction de l'évolution de la situation militaire et des sanctions). L'inflation pourrait atteindre 27% en moyenne en 2022. La balance courante continuera probablement d'afficher un excédent important sur fond d'effondrement de la demande intérieure combiné à une baisse du PIB russe exprimé en dollars et à la hausse des cours du pétrole et du gaz.

Sébastien BARBÉ

## Russie : croissance du PIB





## INDE : JUSQU'OU POURRA TENIR LA RBI ?

Alors que l'Inde tournait progressivement la page du Covid-19 et avait réussi à atteindre une croissance 9% en 2021, l'éclatement du conflit russo-ukrainien pourrait venir fragiliser l'économie du pays *via* le canal de l'inflation.

### Regard sur l'année écoulée

Après une année 2020 chaotique, l'économie indienne a enregistré en 2021 une croissance record de 9%. D'abord portée par l'investissement, la reprise s'est rééquilibrée au second semestre pour se diffuser à la consommation privée. Rien de gagné cependant car on observe encore de forts décalages entre les centres urbains, dans lesquels le rebond a été plus rapide, et le monde rural (la moitié de la population indienne), qui avait de surcroît dû accueillir une partie des travailleurs migrants fuyant les villes lors des périodes de confinement en 2020.


*Alors que la balance courante s'est rééquilibrée, les pressions externes vont contraindre un peu plus la politique monétaire.*

Le taux d'activité des femmes, qui était tombé à 16% lors du deuxième trimestre 2020, demeure également très bas, signe que le sous-emploi chronique est encore loin d'être résolu. Mais le plus grand risque à court terme vient sans nul doute de l'inflation.

### Le dilemme de la Reserve Bank of India (RBI)

L'Inde est particulièrement exposée aux pressions inflationnistes pour plusieurs raisons. La première est liée à sa forte dépendance énergétique. Le pétrole représente environ 30% des importations indiennes totales. La hausse des prix énergétiques va donc venir alimenter le déficit du compte courant, qui devrait atteindre 2,5% du PIB. Deuxième exposition : les prix alimentaires. Ces derniers comptent pour près de la moitié de l'indice des prix à la consommation agrégé et

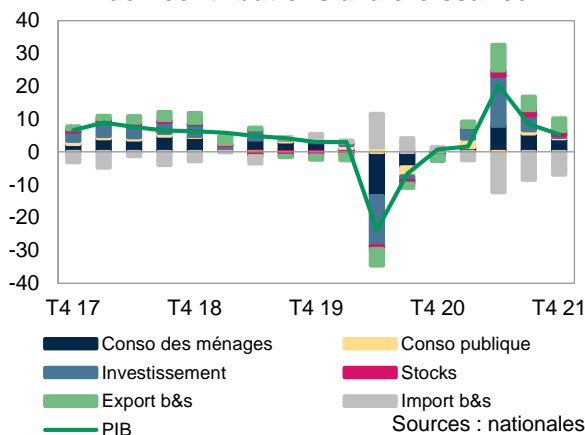
sont encore plus élevés pour les zones rurales. Et si l'Inde a l'avantage d'être auto-suffisante alimentairement, les importations de produits utilisés dans l'agriculture (fertilisants) ou l'agro-alimentaire (huiles végétales) représentent un peu plus de 5% des importations totales et déjà ont vu leurs prix directement impactés par le conflit. Troisième et dernier canal, l'or : valeur refuge par excellence qui occupe une place centrale dans la culture indienne et dont le cours a augmenté de 10% depuis le début du conflit. L'or, associé aux diamants et autres pierres précieuses, a pu représenter jusqu'à 15% des importations grevant fortement la balance commerciale, notamment dans les phases de dépréciation de la roupie. Les autorités ont bien essayé de modérer l'appétit national pour le métal jaune. Mais sans succès.

 En variation annuelle	2021	2022
PIB	9,6%	7,4%
Inflation	5,1%	6,3%

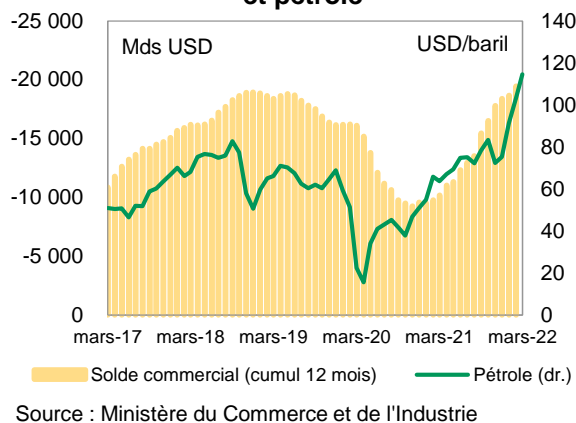
Alors que la balance courante s'était rééquilibrée en 2020, avant de renouer avec un déficit modéré (1% du PIB) en 2021, laissant un peu de répit à la banque centrale, les pressions externes vont contraindre un peu plus sa politique monétaire. Afin de ne pas étouffer la reprise et de soutenir un peu plus longtemps l'activité, cette dernière devrait retarder la hausse des taux au début du second semestre 2022, au risque de voir s'exercer plus de tensions sur la roupie. Elle pourrait dans ce cas utiliser une partie de ses réserves – qui ont atteint un plus haut historique à 578 milliards de dollars en novembre 2021 – pour défendre sa monnaie.

Sophie WIEVIORKA

Inde : contributions à la croissance



Inde : balance commerciale et pétrole





# SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – *Apocalypse Now* ?

Mines & métaux – Volatilité des prix et tensions sur les approvisionnements en métaux

Transport maritime – Onde de choc de la guerre et nouvelle vague de tensions portuaires

Prix alimentaires – Le retour de « l'inflation »

## Pétrole – Apocalypse Now ?

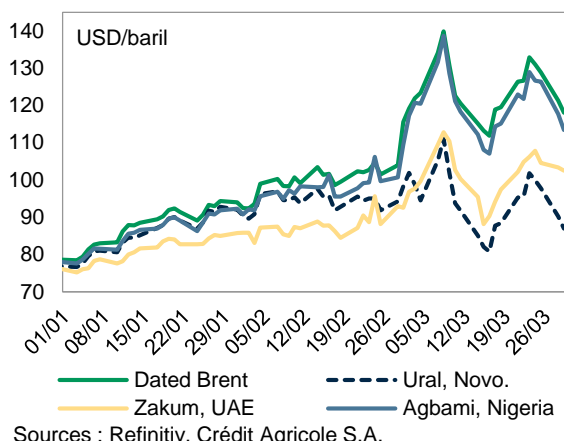
Le marché pétrolier n'avait pas besoin d'un conflit armé impliquant la Russie, troisième producteur mondial de pétrole et premier fournisseur de pétrole de l'Union européenne. Les efforts de substitution du pétrole russe par de nombreux acteurs économiques devraient se poursuivre, contribuant à maintenir les prix du pétrole de mer du Nord à des niveaux proches de ceux que l'économie mondiale subit aujourd'hui.

L'invasion de l'Ukraine par la Russie ne va pas améliorer la situation du marché pétrolier déjà victime d'un manque d'offre. La reprise de la consommation de produits pétroliers a, en effet, été particulièrement robuste au cours de la seconde moitié 2021. Les indices de mobilité suggèrent une forte utilisation de la voiture par les particuliers. L'offre pétrolière augmente plus lentement que la demande, provoquant un marché déficitaire. Entre août et février, la production de l'OPEP+ n'a augmenté que de 350 000 barils par jour (moyenne mensuelle) contre un engagement de 400 000 barils par jour. Cette relative sous-performance de l'OPEP+ provient des difficultés de certains pays d'Afrique à augmenter ou à maintenir leur production. Très dynamiques en 2017-2018, les producteurs indépendants américains se montrent également moins pressés d'accroître leurs activités de forage et leur production, visiblement plus soucieux de leur rentabilité que de leur croissance.

nombreux acteurs du négoce de pétrole se détournent du pétrole russe vers d'autres bruts. L'offre n'étant pas ou peu élastique, ces acteurs sont obligés d'acheter et de détourner ces pétroles avec une forte prime.

Notre scénario se base sur une continuation de la substitution du pétrole russe par d'autres pétroles d'origine européenne et surtout d'Afrique. En l'absence de sanctions sur le négoce des hydrocarbures russes, la majeure partie du pétrole russe normalement exportée vers l'Europe sera déournée vers l'Asie. Nous considérons toutefois que la Russie ne devrait toutefois pas être capable de réorienter toute sa production vers l'Asie. La Russie subirait donc une baisse de sa production de pétrole d'un million de barils par jour. Ce manque à gagner serait alors compensé par un accroissement modeste de la production américaine et une légère augmentation de la production de l'OPEP.

Prix du pétrole en 2022



Sources : Refinitiv, Crédit Agricole S.A.

Dans ce contexte, la menace d'un embargo sur la production russe augmente les risques de pénurie sur le marché pétrolier. Malgré l'absence de sanctions, d'embargo ou d'interruptions du pétrole et des produits pétroliers russes, les prix de certains pétroles bruts connaissent une hausse fulgurante. Celle-ci affecte surtout les pétroles bruts de mer du Nord et d'Afrique. La différence de prix (ou *spreads*) entre ces pétroles et ceux de Russie est aujourd'hui entre 35 et 40 dollars par baril. Même non contraints, de

Prix moyen du pétrole par baril	
2022	106 dollars
2023	103 dollars

Faute de consensus parmi les membres du groupe P5+1 sur le nucléaire iranien, aucune levée totale des sanctions américaines sur le pétrole iranien n'est considérée. Pour des raisons pragmatiques, nous supposons néanmoins que le gouvernement américain pourrait autoriser un retour partiel du pétrole iranien sous forme de « *waivers* » ou de dérogations. Notre scénario intègre également une lente progression de la production vénézuélienne, consécutive à une inflexion de la politique américaine envers ce pays également sous sanctions. Le marché pétrolier devrait donc être juste équilibré sans important surplus pour la reconstitution des stocks. Bref, les prix du pétrole de mer du Nord resteront élevés. Nos prévisions s'établissent à 106 et 103 dollars par baril en moyenne pour, respectivement, 2022 et 2023.

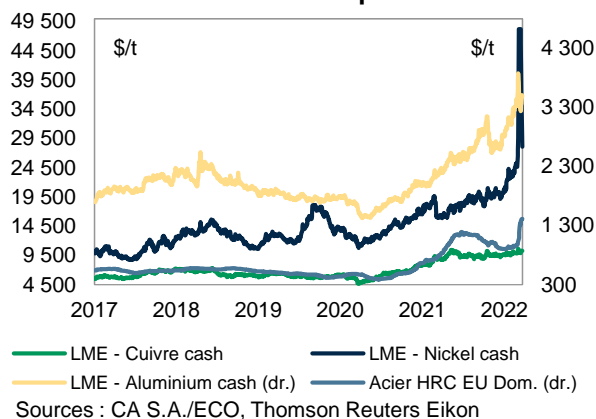
Stéphane FERDRIN

# Mines & métaux – Volatilité des prix et tensions sur les approvisionnements en métaux

Dans un contexte de croissance de la demande moins soutenue qu'en 2021 (conflit russo-ukrainien, ralentissement de l'économie chinoise exposée à une nouvelle vague de Covid) et d'incertitude quant à la durée du conflit, les cours des métaux connaîtront encore une forte volatilité en 2022, avec d'importantes perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Le conflit russo-ukrainien exacerbe les tensions et les déséquilibres créés *post-Covid* sur les marchés des mines et métaux. Il révèle aussi la dépendance des Occidentaux (Europe notamment) aux métaux de base (aluminium, nickel, cuivre) et à l'acier russes, même si la Russie ne compte que pour 4 à 6% de leur production mondiale. La dépendance est encore plus forte pour le palladium utilisé largement dans l'automobile (44%) et le titane (50% de l'approvisionnement aéronautique). Le poids de la Russie et de l'Ukraine dans les importations européennes d'acier et de minerai de fer est tout aussi significatif : 35% et 24% respectivement.

**Prix des métaux de base et de l'acier plat**





Dans un contexte d'intensification du conflit et des sanctions occidentales<sup>4</sup>, les perturbations d'approvisionnement et les risques de pénurie augmentent. Et ce d'autant plus que les niveaux de stocks sont très bas, la demande mondiale continuant de croître *post-Covid*. Dans l'acier, plusieurs groupes ont arrêté leur activité en Ukraine et en Russie. D'où l'augmentation des cours des métaux à des niveaux records entre le 23 février, veille de l'invasion et début avril (43% pour l'acier, 5% pour le cuivre, « seulement » 4% pour l'aluminium pour lequel après un pic, atteint le 4 mars, le prix a baissé de 11%). Quant au nickel, sa cotation

au LME a été interrompue pendant une semaine après que des mouvements spéculatifs ont propulsé son cours à plus de 100 000 dollars par tonne, contre 20 000 dollars par tonne début 2022. Les cours se sont un peu détendus depuis, nickel à 32 000 dollars/tonne, sauf pour l'acier.

Si ces prix élevés bénéficient aux opérateurs, celui de l'énergie pénalise les plus énergivores (producteurs européens d'aluminium et d'acier) et les oblige à réduire leur production. Simultanément, les secteurs clients sont contraints de diversifier leurs sources d'approvisionnement : nickel en Indonésie ou Philippines, acier en Inde, sous réserve que le coût du fret en provenance de ces régions lointaines ne soit pas prohibitif.

## Europe – Importations d'acier & de minerai de fer

Russie		35%
Ukraine		24%

L'automobile, déjà fragilisée par la pénurie de semi-conducteurs, est l'un des secteurs les plus impactés, avec la hausse concomitante du prix de l'aluminium (utilisé pour la fabrication de la carrosserie), du palladium (pots catalytiques), du nickel (batteries de véhicules électriques) mais aussi les difficultés d'approvisionnement des faisceaux de câblage depuis l'Ukraine qui entraînent la baisse des cadences de production.

S'il perdure, le conflit attisera la volatilité et les perturbations des chaînes d'approvisionnement ralentissant ainsi la transition énergétique, très consommatrice en métaux de base.

**Pascale MÉGARDON-AUZÉPY**

<sup>4</sup> Mi-mars, la Commission européenne mettait en place un 4<sup>e</sup> train de sanctions dont l'interdiction des importations d'acier russes, tandis que l'Australie arrêtait ses exportations de bauxite et d'alumine, cruciales pour produire l'aluminium.



# Transport maritime – Onde de choc de la guerre et nouvelle vague de tensions portuaires

L'invasion de l'Ukraine n'a pas tardé à rattraper le transport maritime avec la fermeture des ports ukrainiens et l'effondrement du trafic en mer Noire. La succession et la complexité des sanctions engendrent un climat incertain qui en amplifie la portée et tend à redessiner une partie des échanges maritimes mondiaux.

**Un mois après le début de la guerre, l'isolement de l'agresseur se manifeste par la chute des escales de navires dans ses ports.** Sans passer aux actes comme l'a fait le Royaume-Uni, le Parlement européen a voté une résolution non contraignante appelant notamment à la fermeture des ports du continent aux navires sous contrôle russe ou faisant escale en Russie. La menace est dissuasive pour certains armateurs et repousse graduellement les navires russes vers des destinations plus lointaines.

**Les vrac liquides et solides sont les plus concernés. La Russie pesant 5% des exportations maritimes mondiales et environ 10% pour le pétrole et les produits pétroliers,** les frets des tankers de taille intermédiaire « Aframax », dont 8% de la flotte sont contrôlés par la Russie et menacés de sanctions, connaissent une flambée. En quête de sources d'approvisionnement alternatives aux céréales d'Ukraine ou au charbon russe, les vraquiers de petite et moyenne taille sont également gagnants.

**La recherche de nouveaux débouchés pour les exportations russes et de substituts pour leurs clients européens devraient allonger les routes et contribuer, avec l'envolée des soutes, à maintenir des frets élevés sur ces segments.** Tankers et vraquiers sont aussi en première ligne face au risque de défection de marins ukrainiens ou russes, qui composent respectivement 4% et 10% des effectifs mondiaux.

**Le transport de conteneurs paraît moins exposé, les belligérants ne pesant que 1,5% des trafics mondiaux.** Mais entre navires déroutés et boîtes immobilisées pour vérifier la présence de biens interdits d'exportation en Russie, les ports nord-européens déjà sous pression connaissent un surcroît de perturbations.

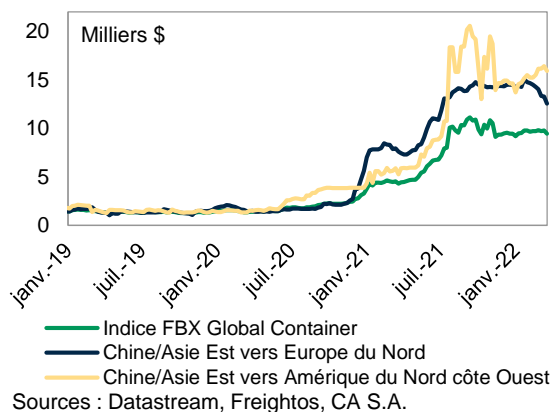
**L'interruption des réservations avec la Russie par les grands opérateurs, à l'exception notable du chinois Cosco, semble pour l'heure accentuer la décline observée depuis janvier des taux de fret spot sur la route Asie-Europe,** dorénavant privée de quelques pourcents de ses trafics. Pour éviter la traversée du territoire russe, un volume supérieur de trafic ferroviaire des routes de la soie entre la Chine et l'Europe risque toutefois de basculer vers la voie maritime et d'ajouter aux tensions.

Russie	
Exportations maritimes mondiales	5%
Pétrole & produits pétroliers	10%

Alors qu'elle se résorbait en Asie, **la congestion portuaire pesant sur le conteneur est partie pour jouer les prolongations** sur fond de blocages aggravés aux États-Unis, de pression accrue en Europe et de nouvelle vague de Covid en Chine où les files d'attente de navires réapparaissent. Les délais de transport vont encore s'allonger. Le reflux des taux spot, en partie saisonnier, ne doit pas occulter la montée des taux contractuels qui devrait prolonger la flambée tarifaire au premier semestre. **Seul un assagissement de la demande consécutif à la poussée d'inflation et à l'incertitude géopolitique pourrait ouvrir la voie à une possible détente d'ici la fin d'année.**

Bertrand GAVAUDAN

Prix du transport d'un conteneur 40 pieds

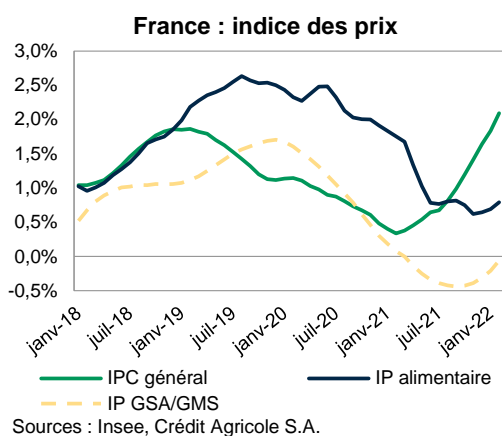


## Prix alimentaires – Le retour de « l'inflation »

Les prix alimentaires sont marqués par de fortes spécificités nationales. Si le cas français ne peut être étendu à l'ensemble des pays, il fournit néanmoins des informations précieuses.

### 2020-2021 : pandémie = prix contenus

En France, comme sur les marchés adjacents fin 2021, la plupart des produits alimentaires sont touchés par la hausse accélérée des prix de l'énergie, des matières premières et des intrants agricoles. En grande distribution, les prix ont progressé de 0,5% sur un an (2021, hors carburant, essentiellement sur la fin de l'exercice) au sens de l'inflation de « l'offre » (mesurée en « fond de rayon » avant promotions et non à partir du véritable panier de biens du consommateur).



La crise sanitaire a imposé une consommation alimentaire plus sobre dont témoignent les prix vus du côté de la demande. Les prix des « produits de grande consommation » (PGC), issus des grands fournisseurs industriels, renseignent sur les prix des biens effectivement achetés. Or, ils enregistrent une baisse : une baisse très légère certes mais de longue durée (trois semestres consécutifs à partir de juillet 2020, déflation moyenne -0,4%).

La comparaison entre les prix selon qu'ils sont vus du côté de la demande ou de l'offre nous signale que les consommateurs, confrontés à une accélération de l'inflation, ont adapté leur mode de consommation en se reportant sur des produits moins onéreux : une substitution qui a atténué l'impact de l'inflation et de sa perception mais qui a, peut-être, atteint son terme.

 Prix alimentaires

**+3% en 2022 ?**

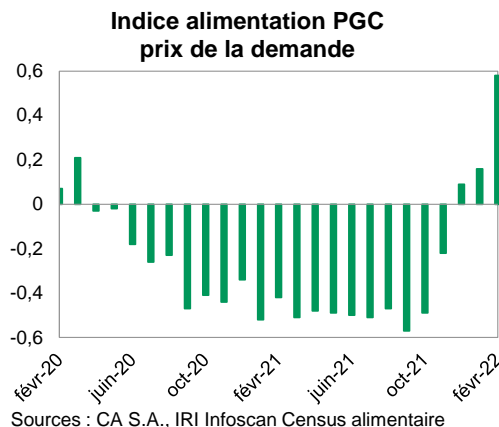
### France, une inflation alimentaire spécifique

Les tendances des prix alimentaires s'opposent fréquemment à celles de l'indice général. Les hausses procèdent par poussées, sur événement, suivies de phases de modération, voire de baisse, avec un arrière-plan permanent de « guerre des prix ». Cette guerre reflète des conditions de concurrence renfor-

cées depuis 2009 (Loi de modernisation de l'économie - LME, liberté tarifaire), entre fournisseurs d'abord (partant surtout des grands groupes internationaux), entre grandes enseignes de distribution ensuite. Tous inscrits dans des schémas de filières : amont agricole - industrie agroalimentaire - grande distribution.

### Des négociations commerciales obligatoires...

Les rapports de force sont encadrés au moyen des négociations commerciales annuelles. Dans un sens libéral en 2009, puis dans un sens plus dirigiste en 2017/2021 (lois Egalim 1 et 2). La baisse des prix exige un effet de masse. Pour la grande distribution, elle conduit actuellement en France à quatre grands pôles acheteurs. En amont, les industriels forment un univers très hétérogène de 15 000 entreprises, au contact des fournisseurs agricoles, qui seraient une variable d'ajustement désignée dans les variations de tarifs. La formation des prix illustre rarement un enchaînement fluide dans lequel chaque intervenant insérerait sa marge, en consensus de filière. En matière alimentaire, la distribution est perçue comme responsable du niveau des prix. Elle est le plus fort frein à la hausse et, de fait, juge des marges de l'amont.



### ... exceptionnellement prorogées pour 2022

Lors de leur clôture normale au 1<sup>er</sup> mars, les négociations 2021-2022 indiquaient une hausse moyenne de l'ordre de +3% (sans précédent depuis 2014). Mais, cela sur la base des hausses tarifaires amont connues fin 2021. La guerre en Ukraine (24 février 2022) déclenche des hausses telles que nombre de clauses sont d'emblée obsolètes (clauses de révision, pénalités logistiques). Les « négociations » sont donc en passe d'être exceptionnellement rouvertes, avec le danger d'une très forte hausse des prix (le double, 6% ?), ouvrant des effets d'arbitrage.

Noël ISORNI



# MARCHÉS

Politique monétaire – Des resserrements très divers

Taux d'intérêt – Un aplatissement inéluctable

Taux de change – Resserrements monétaires et risque contre termes de l'échange

# Politique monétaire – Des resserrements très divers

Les resserrements monétaires s'annonçaient déjà gradués selon l'intensité de la préoccupation commune : l'accélération de l'inflation. Leur audace doit désormais intégrer les dégâts potentiels du conflit russo-ukrainien. À la détermination de la Fed continuera de s'opposer la normalisation sous contrainte de la BCE, mais aussi de la BoE.

## RÉSERVE FÉDÉRALE : LE FOMC CONTINUE DE DURCIR SA POSITION

Le brusque revirement *hawkish* du FOMC fin 2021 s'est singulièrement renforcé au cours des trois premiers mois de 2022. Cela s'est notamment manifesté dans le dernier *dot plot*, où la projection médiane s'est clairement déplacée vers le haut, avec sept hausses de 25 points de base envisagées dans la version de mars, contre seulement trois dans celle de décembre dernier. Les membres de la Fed n'excluent aucune possibilité, comme l'a résumé le président Jerome Powell dans un récent discours : « si nous arrivons à la conclusion qu'il convient de relever le taux des *Fed funds* de plus de 25 points de base lors d'une ou plusieurs réunions, nous le ferons. Et si nous estimons nécessaire de resserrer [notre politique] au-delà de ce qui est habituellement considéré comme neutre pour adopter une position plus restrictive, nous le ferons également ».

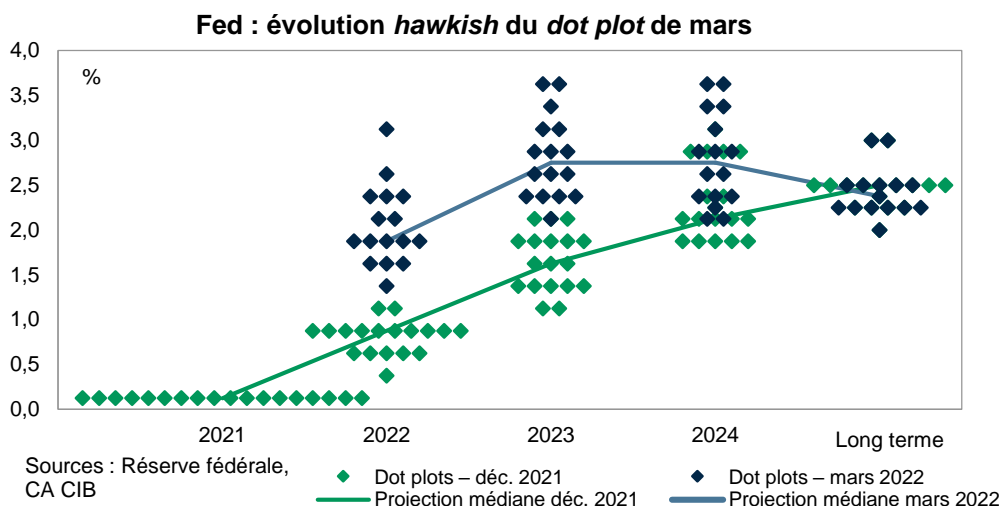
Nos prévisions d'inflation ont été revues à la hausse et nos attentes concernant la Fed ont suivi : nous prévoyons désormais un resserrement plus vigoureux qu'en début d'année. Notre scénario central table sur une hausse de 50 points de base en mai, suivie d'une nouvelle hausse de 25 points de base en juin, puis sur un relèvement moins rapide au second semestre, compte tenu de l'intensification du resserrement quantitatif (QT – *Quantitative Tightening*) et du fait que le pic de l'inflation sera passé. Deux hausses supplémentaires de 25 points de base interviendraient aux troisième et quatrième trimestres, portant la fourchette cible du taux des *Fed funds* à 1,50%-1,75% fin 2022 ; elles seraient suivies de trois hausses additionnelles de 25 points de base en 2023,

conduisant la fourchette cible à 2,25%- 2,50% fin 2023, un niveau proche de la neutralité, selon l'estimation de la Fed.

Les marchés tablent sur un scénario encore plus agressif avec un resserrement supplémentaire d'au moins 200 points de base d'ici fin 2022. Les risques continuent effectivement de pencher majoritairement vers des hausses de taux plus importantes. Les décisions monétaires de la Fed resteront fortement conditionnées par l'évolution des données économiques et un scénario monétaire plus proche de ce qu'envisagent les marchés pourrait être développé, si nos prévisions d'inflation à la hausse étaient de nouveau revues à la hausse. Pour l'instant, toutefois, notre position légèrement moins *hawkish* est doublement justifiée : d'une part, on peut craindre qu'un resserrement trop agressif ne pèse sur les perspectives économiques au-delà de ce que souhaite la Fed et, d'autre part, un dégonflement plus rapide du bilan de la Fed pourrait permettre des hausses de taux directeurs moins importantes au second semestre 2022.

*Le dégonflement du bilan de la Fed interviendra plus tôt et sera plus rapide que lors du cycle précédent.*

Le dégonflement du bilan de la Fed interviendra plus tôt et sera plus rapide que lors du cycle précédent, avec une annonce sur le QT qui pourrait intervenir dès la réunion de mai. Notre scénario table sur un rythme initial de l'ordre de 25 milliards de dollars par mois, avec une augmentation rapide par incréments de





25 milliards de dollars jusqu'à un pic de 125 milliards de dollars par mois, dont 50 milliards de MBS et 75 de *Treasuries*. Au début du processus, l'arrivée à maturité des titres devrait suffire à atteindre les volumes

recherchés mais des ventes sèches de MBS ne peuvent ensuite être exclues.

Nicholas VAN NESS

### BCE : NORMALISATION SOUS PRESSION

**Malgré l'invasion russe, et dans la mesure où les perspectives économiques de la zone euro restent relativement favorables, la BCE devrait confirmer la fin de ses programmes d'achats d'ici septembre 2022.**

Le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) s'est terminé comme prévu fin mars, tandis que l'APP (*Asset Purchase Programme*) se terminera au cours du troisième trimestre. La fin de ces programmes d'achat signifie la fin de l'assouplissement monétaire mais pas encore le début du resserrement. C'est pourquoi, le principal enjeu pour la BCE est de déterminer quel sera son rythme de resserrement monétaire.

Il est évident que le premier outil concerne le taux de dépôt : c'est lui qui oriente tous les taux de marché. Pour le moment, la BCE s'est donné toute flexibilité au sujet de sa première hausse de taux : elle n'est plus liée à la fin du programme d'achat (la hausse de taux se produira « quelque temps » après la fin de l'APP, alors qu'elle devait survenir « peu après » dans les précédents communiqués). Par ailleurs, la BCE a été claire sur le fait qu'elle déciderait de sa hausse de taux en fonction des évolutions économiques.

Néanmoins, un consensus semble s'être forgé au Conseil des gouverneurs sur une première hausse de taux en décembre. Dans un contexte où, même si la croissance risque de décevoir, l'inflation surprendra à la hausse, l'équilibre au sein du Conseil des gouverneurs en faveur d'une hausse de 25 points de base en décembre devrait se maintenir.

En revanche, dans la mesure où le ralentissement économique sera de plus en plus perceptible au cours

de la seconde moitié de 2022, nous estimons que la BCE attendra juin 2023 pour remonter ses taux de nouveau.

Les taux directeurs ne sont cependant pas le seul vecteur de resserrement monétaire. En effet, à partir de juin 2022, les TLTRO.III vont exercer un resserrement significatif de la politique monétaire de la BCE. La remontée du taux favorable des TLTRO (de -1% à -0,5%) va non seulement entraîner un renchérissement des coûts de financement du système bancaire, mais encore des remboursements anticipés qui pourraient réduire l'excédent de liquidité (ainsi que le bilan de la BCE) de l'ordre de 1 trillion d'euros d'ici la fin de l'année.

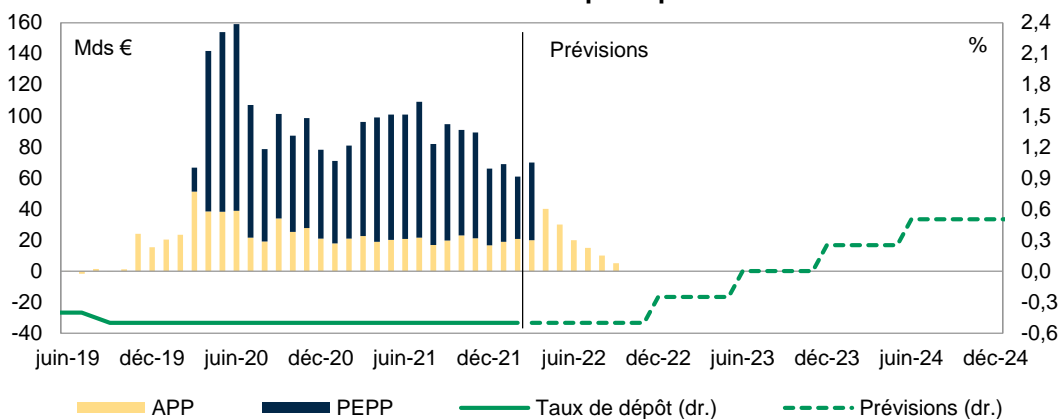
**Les taux directeurs ne sont pas le seul facteur de resserrement monétaire.**

Simultanément, ces remboursements de TLTRO vont libérer des titres actuellement utilisés en collatéral qui pourront être vendus au marché, agissant exactement comme un *quantitative tightening* via le système bancaire – exactement comme les TLTRO avaient agi comme un *quantitative easing* au cours de 2020.

**La question pour la BCE au cours de 2022 est de savoir à quel point elle saura rester flexible face au niveau très élevé de l'inflation** : le pire scénario serait une sur-réaction qui aurait peu d'impact sur l'inflation à court terme mais grèverait la croissance de la zone euro.

Louis HARREAU

**BCE : normalisation de la politique monétaire**



Sources : BCE, Crédit Agricole CIB

## BANQUE D'ANGLETERRE : TÂCHE COMPLIQUÉE FACE AU CHOC HISTORIQUE SUR LES REVENUS RÉELS

Depuis décembre dernier, la BoE a augmenté trois fois son taux directeur qui a ainsi retrouvé son niveau d'avant la pandémie. Sur fond de forte accélération de l'inflation, le resserrement va se poursuivre à court terme. Mais face à l'incertitude émanant de la guerre et au ralentissement anticipé de la demande, la BoE devrait être plus prudente, comme cela a déjà été le cas en mars, et son action plus incertaine. La BoE s'attend à un choc historique sur les revenus réels des ménages, exacerbé par l'invasion russe en Ukraine, un choc que la politique monétaire ne peut prévenir.

*La tonalité de la BoE est devenue plus dovish en mars en raison de l'incertitude de la guerre en Ukraine.*

En mars, la tonalité de la BoE est devenue plus *dovish*. Le résultat des votes a révélé un membre du MPC préférant le *statu quo* et votant contre la hausse de taux de 25 points de base. La *forward guidance* a également été modifiée : la banque centrale ne considère plus que des hausses de taux dans les prochains mois sont probables, mais possibles, signalant ainsi que celle du mois de mars pourrait être la dernière.

*Nous anticipons deux hausses de taux supplémentaires cette année.*

En effet, la hausse des prix de l'énergie et des matières premières pourrait entraîner une baisse des revenus réels des ménages plus significative que prévu précédemment (supérieure à 2% en 2022) ; celle-ci pourrait exercer des pressions baissières plus fortes sur l'inflation sous-jacente à moyen terme, favorisant ainsi la rechute anticipée de l'inflation vers la cible de 2%.

*Le marché du travail reste tendu, suggérant la poursuite du resserrement à court terme*

Mais, le marché du travail ne montre pas de signes de détérioration, contrairement à ce qu'avait anticipé la

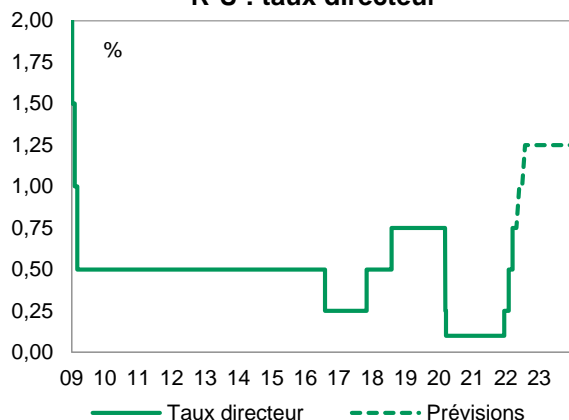
BoE. Les postes vacants continuent d'augmenter et le taux de chômage de baisser. La croissance des salaires demeure supérieure à son rythme d'avant la pandémie et les enquêtes auprès des entreprises suggèrent des hausses de salaires records cette année. Dans ce contexte de tensions sur le marché du travail et de forte révision à la hausse des prévisions d'inflation, aussi bien totale que sous-jacente, la BoE devrait continuer de resserrer sa politique monétaire afin d'ancrer les anticipations d'inflation. Notre scénario retient deux hausses supplémentaires (une par trimestre) en mai et en août (de 25 points de base chacune). Le taux directeur atteindra ainsi 1,25% au mois d'août cette année. Nos anticipations sont nettement inférieures aux anticipations de marchés qui voient le taux directeur dépasser 2% d'ici 2023 et que la BoE considère trop *hawkish*.

*Des ventes de titres possibles à partir de mai*

La BoE a commencé à réduire son stock de titres achetés en décidant d'arrêter les réinvestissements des *gilts* arrivant à maturité. En mars, 28 milliards de *gilts* arrivant à maturité n'ont pas été réinvestis, ce qui ne semble pas avoir perturbé le fonctionnement des marchés obligataires. D'ici la fin de l'année, il ne reste plus que 3 milliards de *gilts* arrivant à maturité en juillet et 6 milliards en septembre, suivis par 18 milliards courant 2023. Selon sa *forward guidance*, la BoE pourrait commencer des ventes actives de *gilts* lorsque le taux directeur aura atteint 1% (en mai prochain donc, selon nos prévisions) et si les conditions économiques le nécessitent. Toutefois, la BoE a déjà fait savoir que le taux directeur restera son outil de resserrement privilégié. Selon notre scénario, si la croissance ralentit comme prévu et si la BoE arrête son resserrement monétaire en août prochain, des ventes actives de titres ne devraient pas avoir lieu.

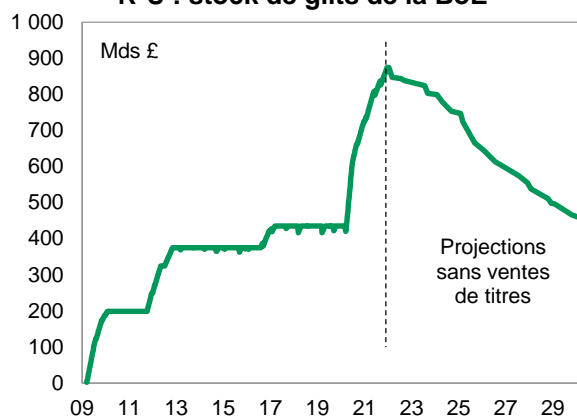
Slavena NAZAROVA

R-U : taux directeur



Sources : Thomson Reuters, Crédit Agricole S.A.

R-U : stock de gilts de la BoE



Sources : BoE, Crédit Agricole S.A.

## BANQUE DU JAPON : LA POLITIQUE DE CONTRÔLE DE LA COURBE DES TAUX NE SERA PAS MODIFIÉE POUR L'INSTANT

*L'attention se porte de plus en plus sur le lien entre BoJ et faiblesse du yen*

Les marchés se sont concentrés sur la façon dont la BoJ interprète la récente baisse du yen face au dollar et ses effets, aussi bien positifs que négatifs. Alors que l'impact négatif de la baisse du yen est évident (détérioration des termes de l'échange), son impact positif est devenu moins clair.

Autrefois, un effet positif typique de l'affaiblissement du yen était une hausse des exportations de biens, laquelle à son tour favorisait l'emploi et l'investissement domestiques. Mais aujourd'hui, les entreprises japonaises ayant réalisé d'importants investissements directs à l'étranger (IDE), l'impact positif prend la forme d'un excédent du compte de revenu primaire libellé en yen, ce qui ne favorise pas nécessairement l'emploi et les investissements domestiques. De fait, au lieu d'être distribué aux ménages, cet excédent a été soit accumulé sous forme de bénéfices non distribués, soit réinvesti sous forme d'investissements directs à l'étranger.

*Alors que l'impact négatif de la baisse du yen est évident, son impact positif est devenu moins clair.*

À l'inverse, l'impact négatif de l'affaiblissement du yen – la détérioration des termes de l'échange – est devenu évident : combiné à la hausse des prix des importations alimentaires et énergétiques, il a poussé la balance courante (non corrigée des ajustements saisonniers) du Japon en territoire négatif.

*Le gouverneur de la BoJ estime qu'un yen plus faible est globalement positif*

Le gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda, estime cependant que l'affaiblissement du yen est globalement positif pour l'économie japonaise. Il semble affirmer que c'est le gouvernement qui devrait agir pour

corriger les éventuels effets négatifs de la baisse du yen, la BoJ restant concentrée sur son objectif d'inflation stable à 2%, conformément à l'accord conclu en 2013 avec le gouvernement de Shinzo Abe. En conséquence, la politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*) devrait rester inchangée pendant le mandat de Haruhiko Kuroda, soit jusqu'en avril 2023.

*Le remplacement de cinq membres du conseil d'administration pourrait entraîner un changement de la fonction de réaction de la BoJ au second semestre 2023*

Il semble cependant que le gouvernement de Fumio Kishida a peut-être une vision différente de celle de Shinzo Abe concernant la politique monétaire. En mars, la Chambre basse a voté pour les nominations de Hajime Takada (économiste chez Okasan Securities) et de Naoki Tamura (banquier chez Sumitomo Mitsui) pour remplacer deux membres sortants du conseil d'administration, Goushi Kataoka et Hitoshi Suzuki respectivement, à partir du 24 juillet. Alors que le vote à la Chambre haute est toujours en attente, Goushi Kataoka, reflationniste convaincu, sera remplacé par Hajime Takada, un non-reflationniste : signe que le gouvernement ne demande pas un assouplissement monétaire agressif.

Point important, le remplacement de Haruhiko Kuroda en avril 2023 sera le cinquième remplacement depuis début 2022 au sein du Conseil d'administration, qui compte neuf membres, ce qui suggère que la fonction de réaction de la BoJ pourrait changer avec un gouverneur *post*-Haruhiko Kuroda. Cela pourrait se traduire par le changement de la YCC : au lieu de surveiller le taux des JGB à dix ans, la YCC pourrait se focaliser sur les taux à cinq ans, ce qui conduirait à une pentification et une montée des taux à plus de cinq ans sur la courbe des JGB courant 2023.

**Kyohei MORITA**

### Cinq des neuf membres du conseil d'administration de la BoJ seront remplacés d'ici avril 2023

Titre	Nom	Fin de mandat	Poste précédent
Gouverneur	Haruhiko KURODA	8 avril 2023	Ministère des Finances, vice-ministre délégué aux Affaires internationales
Vice-gouverneur	Masayoshi AMAMIYA	19 mars 2023	BoJ, directeur exécutif
Vice-gouverneur	Masazumi WAKATABE	19 mars 2023	Université de Waseda, professeur
Membre du Conseil	Hitoshi SUZUKI	23 juillet 2022	BTMU, vice-président
Membre du Conseil	Goushi KATAOKA	23 juillet 2022	Mitsubishi UFJ Research and Consulting, économiste senior
Membre du Conseil	Seiji ADACHI	25 mars 2025	Marusan Securities, directeur général
Membre du Conseil	Toyoaki NAKAMURA	30 juin 2025	Hitachi, directeur général
Membre du Conseil	Asahi NOGUCHI	31 mars 2026	Université de Senshu, professeur
Membre du Conseil	Junko NAKAGAWA	29 juin 2026	Nomura Asset Management, président

Sources : BoJ, Crédit Agricole CIB

# Taux d'intérêt – Un aplatissement inéluctable

Qu'ils soient agressifs ou mesurés, les resserrements monétaires incitent à la hausse des taux courts. Les facteurs structurels mais aussi les interrogations sur la permanence de l'inflation et la pérennité de la reprise tendent à freiner la remontée des taux longs.

## ÉTATS-UNIS : L'ATTITUDE *HAWKISH* DE LA FED APLATIT LA COURBE

Les taux des *Treasuries* se sont nettement redressés depuis début mars, malgré le conflit en Ukraine. Les taux à court et moyen termes devraient rester élevés, compte tenu du discours de plus en plus *hawkish* de la Fed. Au cours de ce cycle de resserrement, les taux longs devraient en revanche progresser moins fortement.

Depuis le FOMC du 1<sup>er</sup> mars, plusieurs membres de la Fed ont durci leur discours en raison de chiffres d'inflation élevés et de la hausse continue des cours des matières premières. James Bullard, le président de la Fed de Saint-Louis, qui s'était prononcé pour une hausse de 50 points lors de la réunion de mars, a ajouté qu'il souhaitait mettre en œuvre immédiatement la normalisation du bilan de la Fed et qu'il visait un taux directeur de plus de 3%. Chris Waller, un des gouverneurs de la Fed, s'est prononcé en faveur d'incrément de 50 points de base lors des prochaines réunions et d'une réduction du bilan à partir du mois de juillet. Le président de la Fed, Jerome Powell, a quant à lui laissé toutes les options sur la table, y compris une hausse de plus de 25 points de base.

Les commentaires *hawkish* suggèrent que la Fed est prête à faire ralentir l'économie américaine autant que nécessaire pour maîtriser l'inflation. La hausse de l'inflation a stimulé la demande de TIPS<sup>5</sup> et les points morts des TIPS cinq ans et dix ans<sup>6</sup> ont récemment atteint des records historiques à environ 3,75% et 3,00% respectivement. Les taux OIS suggèrent actuellement que le taux directeur de la Fed atteindra environ 2,56% d'ici février 2023, tandis que le

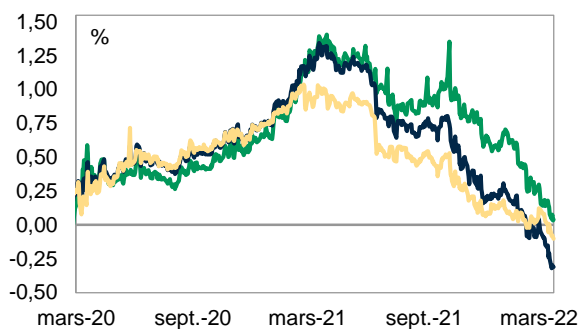
taux de swap OIS un an dans un an est de 2,88%, un niveau que nous considérons restrictif. Le marché anticipe une pente deux ans - dix ans de la courbe des swaps inversée dans un an, à -0,40% environ (cf. graphique *infra*).

La volonté de la Fed de normaliser sa politique monétaire de manière agressive afin de contrôler l'inflation devrait exercer une pression supplémentaire à l'aplatissement de la courbe des taux. Les conditions financières se sont globalement durcies depuis le quatrième trimestre 2021, malgré le récent rebond (cf. graphique *infra*). Or, les marchés actions ont relativement bien résisté, l'indice S&P 500 n'ayant baissé que d'environ 5% depuis le début de l'année : la majeure partie du durcissement des conditions financières provient de l'élargissement des *spreads* (de crédit et hypothécaires) et de l'appréciation du dollar depuis le début de l'année, phénomène généralement associé à un aplatissement de la courbe.

Des hausses de taux plus agressives et un dégonflement plus précoce et/ou rapide du bilan de la Fed dans ce cycle déboucheraient sur un ralentissement économique plus prononcé, limitant les pressions à la hausse sur les taux longs. Alors que le taux des *Treasuries* à dix ans avait atteint un point haut cyclique à 3,25% fin 2018 lors du cycle précédent, un scénario différent se dessine aujourd'hui. Notre scénario table sur un taux des *Treasuries* à dix ans autour de 2,00% et sur une pente deux ans - dix ans inversée à -0,40% fin 2022.

Alex LI

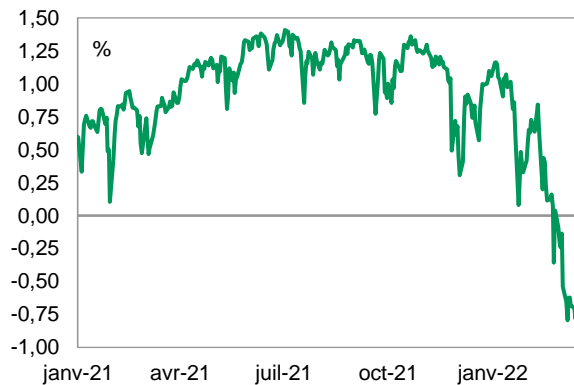
Le marché anticipe une pente 2-10 ans inversée dans un an



— 2 ans-10 ans spot — 2 ans-10 ans forward 1 an  
— 2 ans-10 ans forward 2 ans

Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Les conditions financières se sont durcies



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

<sup>5</sup> *Treasury Inflation-Protected Securities* : titres du Trésor américain indexés sur l'inflation.

<sup>6</sup> Niveau moyen que l'inflation doit atteindre pour que le TIPS ait une rentabilité comparable à celle d'un titre équivalent à taux fixe.



## EUROPE : MAINTIEN DE LA VOLATILITÉ

Depuis le début de l'année, les marchés de taux ont été assez volatils : cela devrait persister. Le thème principal, celui de la mise en œuvre de politiques monétaires moins accommodantes de la part des banques centrales, va demeurer.

Alors que l'essentiel de la crise du Covid est passé, fort tristement, surgit la crise ukrainienne avec sa dimension humaine et ses implications en termes de croissance et d'inflation, implications qui compliquent les prises de décision. La différence notable tient à la réponse politique apportée à ces deux crises : une réponse clairement inflationniste à la crise sanitaire, mais une réponse à la crise ukrainienne qui pourrait nécessiter de contrer l'accumulation des pressions inflationnistes. Ce n'est pas un choc d'offre classique destiné à se résorber, mais plutôt une situation inédite. Il n'est donc pas surprenant de voir les marchés anticiper une réponse de politique monétaire plus agressive de la part de la BCE.

**L'accélération de l'inflation pousse le taux de swap cinq ans euro à la hausse** (cf. graphique *infra*). Et comme l'inflation tend vers 7%, il semble très probable que le niveau de 1% dont nous nous rapprochons constitue un point d'arrivée minimum pour le taux de swap cinq ans. Les taux euro devraient donc continuer à augmenter et la courbe continuer de s'aplatir (*bear flattening*) : des taux élevés sur la partie courte de la courbe et des taux se stabilisant juste au-dessus de 1% sur la partie longue, un niveau qui coïncide avec le taux à long terme estimé par les marchés. Cette estimation dépend toutefois du resserrement effectif de sa politique monétaire par la BCE. Car, en l'absence de resserrement, les anticipations d'inflation à long terme augmenteraient davantage.

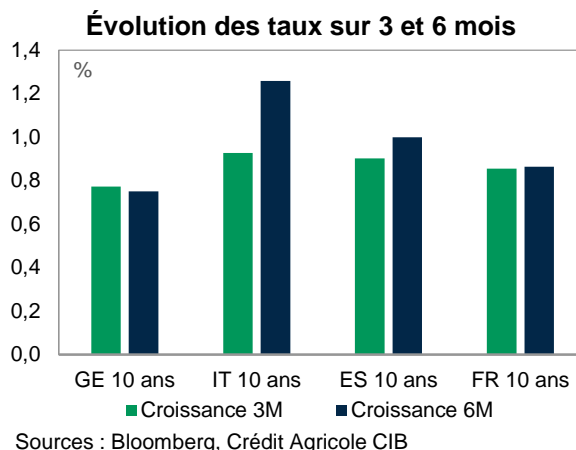
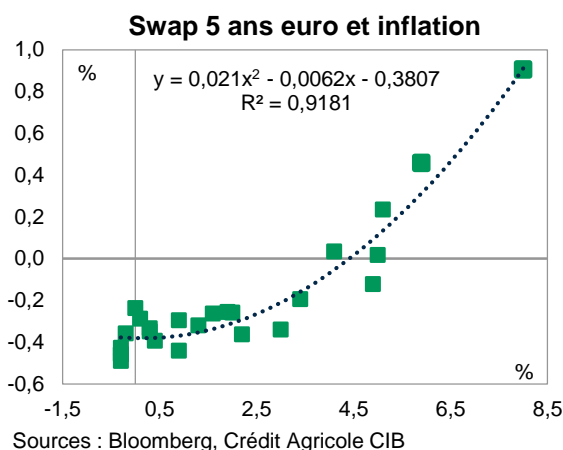
Avant que la BCE ne relève ses taux, le programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*) a expiré alors que les achats du programme d'achats d'actifs (APP – *Asset purchase programme*) auront pris fin plus tard dans l'année. **La fin de l'assouplissement quantitatif (QE) ne se traduira pas par une forte remontée des**

**rendements des titres d'État européens mais conduira à une volatilité plus élevée des marchés** : ceux-ci vont perdre un important facteur de stabilisation. En effet, un guidage des anticipations moins prononcé ouvrira automatiquement la voie à la prochaine étape de la normalisation de la politique monétaire. En raison de conditions de financement moins favorables, cela devrait entraîner un élargissement des *spreads*. Entre le mois de juin et la fin de l'année, les remboursements des TLTRO pourraient être très importants, ce qui devrait impliquer une forte baisse des excès de liquidité et conduire à une hausse des taux du marché monétaire ainsi qu'à un écartement des *spreads* périphériques. Par ailleurs, si les pays souhaitent atténuer la hausse des prix de l'énergie pour les ménages, l'accélération de l'inflation peut être propice aux dérapages budgétaires, : les *spreads* pourraient s'en ressentir.

En ce qui concerne l'**Italie**, nous prévoyons un léger écartement des *spreads*, un phénomène habituel dans un environnement de hausse des taux (cf. graphique *infra*). Après avoir évité un résultat qui aurait pu être déstabilisant lors des élections présidentielles, les titres d'État italiens seront à nouveau sous le feu des projecteurs à l'occasion des élections nationales dans un an. En revanche, les prochaines élections françaises ne devraient guère susciter de volatilité sur les OAT, aucun candidat eurosceptique n'étant en mesure de l'emporter.

La **France**, grande productrice d'énergie, semble plus à l'abri du choc énergétique que les autres grands pays de l'UE, gros importateurs de gaz naturel et d'électricité et donc *a priori* plus vulnérables. Enfin, en ce qui concerne l'**Allemagne**, les émissions nettes devraient au minimum doubler cette année sous l'effet du ralentissement de l'économie, du frein budgétaire résultant de la hausse des prix de l'énergie et de la hausse significative des dépenses militaires (100 milliards d'euros approuvés, mais pas encore financés).

Bert LOURENCO



# Taux de change – Resserrerments monétaires et risque contre termes de l'échange

Les thèmes du resserrement monétaire et de l'aversion au risque ont cédé face à celui, porté par la guerre en Ukraine, des termes de l'échange. Mais l'éclipse pourrait bien n'être que temporaire.

## PAYS DÉVELOPPÉS : VERS UN NOUVEAU PARADIGME ?

**Au deuxième trimestre, les marchés continueront de se focaliser sur la guerre en Ukraine et sur son impact sur les prix mondiaux de l'énergie, ainsi que sur les prochaines réunions de la Fed et leur impact sur les marchés mondiaux.**

Les intervenants sur le marché des changes ont récemment adopté un nouveau paradigme (modèle explicatif du marché) selon lequel les termes de l'échange sur les matières premières (ou CTOT pour *commodity-terms-of-trade*) ont une influence prépondérante sur l'évolution des devises. Ce nouveau paradigme a réussi à éclipser les modèles traditionnels tels que l'appétit/aversion pour le risque (ou « RoRo » en anglais pour *risk-on/risk-off*) ou le « sourire » du dollar (modèle selon lequel le dollar devrait surperformer, lorsque la Fed devance les autres pays dans le cycle de resserrement monétaire mondial ou lorsque l'aversion au risque pousse les investisseurs à rechercher la sécurité du marché des *US Treasuries*).

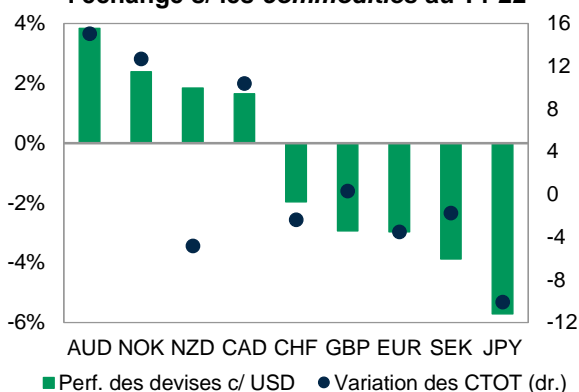
**L'évolution récente des devises semble corrélée aux CTOT** : les devises des pays exportateurs d'énergie dont les banques centrales sont *hawkish* affichent les meilleures progressions, y compris contre le dollar (dollar canadien, couronne norvégienne et dollar australien étant les plus performants), tandis que les devises des pays importateurs d'énergie dont les banques centrales sont accommodantes (telles que yen, euro, couronne suédoise et franc suisse) affichent les moins bonnes performances.

**Les CTOT resteront-ils le principal facteur d'évolution des marchés ou l'appétit/aversion pour le risque et/ou le « sourire » du dollar feront-ils leur retour ?**

Les prix mondiaux des matières premières sont susceptibles de rester très élevés au moins à brève échéance ; l'appétit pour le risque des marchés s'est redressé dernièrement (peut-être les investisseurs croient-ils que la reprise mondiale se poursuivra malgré les risques déjà évoqués ?). Le thème dominant du premier trimestre devrait demeurer et permettre aux devises des pays exportateurs de matières premières du G10 de surperformer, tandis qu'à court terme des devises comme le yen et l'euro pourraient rester sur la défensive.

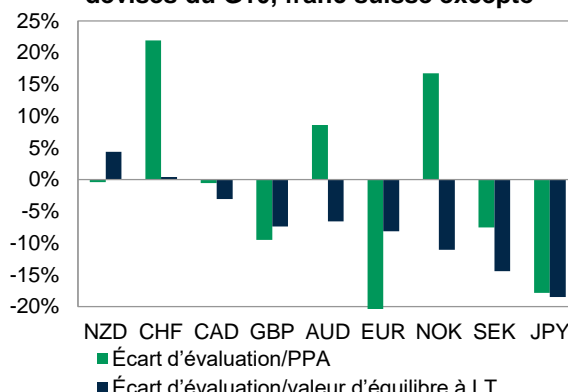
**L'appétit/aversion pour le risque et – plus vraisemblablement –, le « sourire » du dollar pourraient néanmoins faire leur retour**, notamment si l'appétit pour le risque, qui alimente actuellement la demande de devises à haut rendement substitués au dollar, faiblissait au deuxième trimestre. Parmi les éléments propices figurent un conflit plus long en Ukraine, une aggravation de la crise de l'énergie et/ou de la crise alimentaire, ainsi qu'un durcissement des conditions financières sous la houlette de banques centrales devenues plus *hawkish*. Ces évolutions pourraient peser sur le sentiment économique mondial et l'appétit pour le risque, favorisant le dollar. Compte tenu de la faible exposition de l'économie américaine aux facteurs négatifs liés au conflit (hors inflation) et de la

**Performance des devises & termes de l'échange s/ les *commodities* au T1 22**



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

**Dollar surévalué face à la plupart des devises du G10, franc suisse excepté**



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

politique *hawkish* de la Fed, le règne du roi dollar, valeur refuge à rendement élevé, pourrait ainsi reprendre au deuxième trimestre.

Toutefois, comme au premier trimestre, la surévaluation du billet vert et l'excès de positions longues sur le marché pourraient limiter toute surperformance du dollar. Les positions longues en dollar doivent donc être prises de préférence face à des devises à rendement faible de pays importateurs de matières

premières, comme le franc suisse qui est par ailleurs surévalué. Les devises des pays exportateurs de matières premières, en particulier celles qui sont moins touchées par la guerre en Ukraine, comme le dollar australien ou le dollar canadien, pourraient présenter des opportunités d'achat intéressantes en cas de repli. Nous conservons notre position acheteuse de dollar canadien contre franc suisse.

Valentin MARINOV

### PAYS ÉMERGENTS : DES VULNÉRABILITÉS DIFFÉRENCIÉES

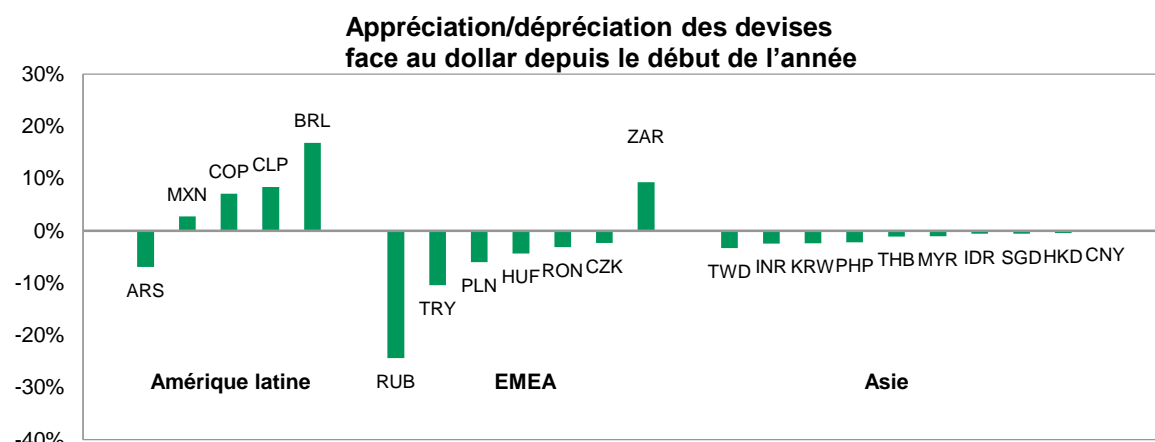
Les prévisions résultent de la toile de fond macro-économique, mais aussi de la prise en compte par les prix de marché des risques (géopolitiques, chaînes d'approvisionnement, inflation et impact de la hausse des prix des matières premières). Sur le papier, **les devises d'Europe centrale sont les plus vulnérables**. Toutefois, ces devises ont perdu davantage de terrain que les autres devises émergentes depuis le début de l'année : leur vulnérabilité est donc déjà intégrée dans les prix de marché. Par ailleurs, **les banques centrales vont y durcir leur politique monétaire plus fortement qu'elles ne l'escomptaient en début d'année**, en réaction aux pressions inflationnistes et à la volatilité des marchés (nous avons revu nos prévisions de taux à la hausse) : cela devrait soutenir les devises. Dans un scénario médian où la guerre ne s'étend pas au-delà des frontières de l'Ukraine, après une possible période de faiblesse à court terme, les devises du CE4 pourraient s'apprécier.

au statut d'exportateurs de matières premières des pays latino-américains. Les banques centrales devraient également y relever sensiblement leurs taux. Toutefois, la combinaison d'une inflation plus élevée, d'une flexibilité budgétaire réduite et des incertitudes politiques finira par peser sur ces devises.

En moyenne, **les devises asiatiques devraient faire preuve de résilience**. Malgré la hausse des prix de l'énergie, les excédents courants de nombreux pays et une tournure progressivement moins accommodante des banques centrales devraient servir d'amortisseur. Par ailleurs, la plupart des devises asiatiques se sont dépréciées au premier trimestre : cela suggère qu'une partie de leur vulnérabilité face à la guerre en Ukraine a déjà été intégrée. Nous tablons sur une légère dépréciation du yuan chinois, en ligne avec les efforts des autorités chinoises visant à renforcer les mesures de soutien économique.

Les devises latino-américaines ont, en revanche, bien résisté grâce à leur éloignement de l'Europe et

Sébastien BARBÉ



Sources: Bloomberg, Crédit Agricole CIB



# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

Taux d'intérêt

Taux de change

Matières premières

Comptes publics



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Etats-Unis</b>	5,7	3,3	2,1	4,7	7,6	4,2	-3,6	-3,5	-3,3
<b>Japon</b>	1,7	0,7	2,0	-0,2	1,3	1,2	2,8	0,8	1,5
<b>Zone euro</b>	5,3	2,9	2,4	2,6	6,8	3,3	3,4	2,7	2,9
<b>Allemagne</b>	2,9	2,5	2,3	3,2	6,9	3,5	6,5	6,8	6,7
<b>France</b>	7,0	3,3	2,1	2,1	4,9	2,9	-1,0	-0,7	-0,7
<b>Italie</b>	6,6	1,9	2,1	2,0	7,4	3,0	3,0	1,2	1,0
<b>Espagne</b>	5,0	4,6	3,6	3,0	8,0	3,0	1,2	1,6	2,3
<b>Pays-Bas</b>	4,8	3,5	1,8	2,8	8,8	4,0	9,0	8,7	8,6
<b>Belgique</b>	6,1	2,3	1,5	3,2	9,9	3,6	2,4	0,3	0,0
<b>Autres pays développés</b>									
<b>Royaume-Uni</b>	7,4	4,0	1,2	2,6	7,4	4,2	-2,6	-3,2	-4,0
<b>Canada</b>	5,1	3,9	2,5	3,3	3,2	2,2	0,6	0,2	-0,2
<b>Australie</b>	3,5	4,1	2,6	2,5	2,1	2,2	3,6	1,3	0,5
<b>Suisse</b>	3,7	3,0	1,4	0,4	0,6	0,8	7,2	7,5	7,2
<b>Suède</b>	4,6	2,8	2,1	2,2	5,1	3,0	5,6	5,2	5,0
<b>Norvège</b>	4,1	3,3	2,4	3,5	3,4	2,3	15,4	15,5	13,7
<b>Asie</b>	7,3	5,3	5,2	2,2	3,1	2,8	1,7	1,0	0,7
<b>Chine</b>	8,1	4,9	5,3	0,9	2,1	2,3	1,8	1,2	0,6
<b>Inde</b>	9,6	7,4	6,0	5,1	6,3	4,5	-1,0	-2,5	-2,0
<b>Corée du Sud</b>	4,0	3,3	2,7	2,4	2,3	1,6	4,9	3,9	3,7
<b>Indonésie</b>	3,5	5,0	4,5	2,0	3,0	3,0	-1,0	-1,3	-2,5
<b>Taiwan</b>	6,3	3,4	2,7	2,0	2,3	1,3	14,2	13,2	13,0
<b>Thaïlande</b>	1,6	3,9	4,0	1,2	1,5	1,2	-2,8	0,3	3,2
<b>Malaisie</b>	3,5	6,5	6,0	2,5	2,8	2,5	3,0	3,2	2,7
<b>Singapour</b>	7,6	3,8	3,0	2,1	2,5	1,2	18,6	16,8	15,2
<b>Hong Kong</b>	6,4	2,0	2,9	1,6	2,1	2,0	8,3	5,0	5,5
<b>Philippines</b>	5,6	6,9	6,5	4,4	3,0	3,5	0,5	-1,2	-1,0
<b>Vietnam</b>	3,9	6,5	6,7	2,5	3,5	4,0	1,5	2,7	2,5
<b>Amérique latine</b>	6,3	1,8	2,1	14,0	11,4	8,7	-1,4	-1,2	-1,4
<b>Brésil</b>	4,6	0,6	2,3	10,1	6,5	4,2	-1,4	-1,2	-1,5
<b>Mexique</b>	5,6	2,2	1,8	7,4	5,8	3,8	-0,4	-0,6	-1,0
<b>Argentine</b>	7,8	2,2	2,0	51,0	46,0	40,0	1,0	0,8	0,5
<b>Colombie</b>	10,8	4,5	2,8	5,6	6,0	3,6	-5,5	-4,1	-4,5
<b>Europe émergente</b>	5,6	-2,0	2,1	9,2	20,2	6,4	1,6	-1,1	-1,6
<b>Russie</b>	4,7	-9,0		6,7	27,0		6,8		
<b>Turquie</b>	8,0	3,8	4,0	18,0	25,0	20,0	-2,0	-2,0	-4,0
<b>Pologne</b>	5,7	3,5	4,3	5,1	10,8	6,2	-0,9	-1,7	-1,9
<b>Rép. tchèque</b>	3,3	1,6	3,5	3,8	8,9	3,5	-1,8	-0,3	0,0
<b>Roumanie</b>	5,6	3,9	4,5	5,0	7,8	4,0	-7,1	-6,1	-6,0
<b>Hongrie</b>	7,1	2,0	3,5	5,1	7,0	3,9	-1,5	-1,0	-0,5
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	4,2	4,3	3,5	10,5	9,0	6,6	2,6	3,5	2,7
<b>Arabie saoudite</b>	2,9	5,5	3,5	3,1	2,2	1,8	5,0	6,9	5,1
<b>Emirats Arabes Unis</b>	2,8	5,1	4,1	0,2	3,5	2,9	8,8	12,7	10,1
<b>Afrique du Sud</b>	4,9	2,0	1,8	4,5	5,5	4,5	3,7	2,0	1,0
<b>Egypte</b>	7,1	5,0	5,3	5,2	10,1	8,2	-4,2	-4,5	-4,0
<b>Algérie</b>	3,9	2,7	2,0	6,6	9,1	7,3	-5,0	-1,2	-2,1
<b>Qatar</b>	2,9	4,7	3,1	2,3	4,0	2,6	5,0	6,9	5,1
<b>Koweït</b>	2,7	5,9	4,1	3,4	4,1	2,9	30,0	31,0	27,0
<b>Maroc</b>	5,4	3,9	3,7	1,4	3,1	2,1	-4,0	-4,5	-4,6
<b>Tunisie</b>	3,5	3,2	2,7	5,7	8,1	5,8	-4,5	-5,5	-5,3
<b>Total</b>	6,0	3,4	3,3	4,5	6,7	4,0	0,8	0,2	0,1
<b>Pays industrialisés</b>	5,1	3,0	2,1	3,2	6,2	3,4	0,1	-0,4	-0,3
<b>Pays émergents</b>	6,7	3,8	4,2	5,4	7,2	4,4	1,4	0,7	0,3

Croissance PIB, t/t, %	2021				2022				2023			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis (annualisée)	6,3	6,7	2,3	7,0	1,7	3,3	2,0	1,8	2,0	2,1	2,2	2,0
Japon	-0,5	0,6	-0,7	1,1	-0,9	0,6	0,5	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3
Eurozone	-0,1	2,2	2,3	0,3	0,2	0,4	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Allemagne	-1,7	2,2	1,7	-0,3	0,0	0,9	1,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
France	0,2	1,3	3,1	0,7	0,3	0,2	0,5	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3
Italie	0,3	2,7	2,5	0,6	-0,3	-0,4	0,3	0,4	0,6	0,9	0,7	0,5
Espagne	-0,7	1,2	2,6	2,1	0,4	0,1	1,2	1,0	1,0	1,0	0,6	0,5
Royaume-Uni	-1,2	5,6	0,9	1,3	1,2	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4

Prix à la consommation, a/a %	2021				2022				2023			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	1,9	4,8	5,3	6,7	8,0	8,2	7,7	6,7	5,4	4,1	3,6	3,5
Japon	-0,5	-0,6	0,0	0,4	0,6	1,8	1,6	1,4	1,1	1,2	1,3	1,4
Eurozone	1,1	1,8	2,8	4,6	6,1	7,5	7,3	6,5	4,4	3,1	3,1	2,7
Allemagne	1,7	2,2	3,5	5,4	5,9	7,5	7,2	6,8	4,6	3,3	3,5	2,8
France	1,0	1,8	2,2	3,3	4,2	5,3	5,3	4,7	3,7	2,7	2,7	2,7
Italie	0,8	1,2	2,1	3,8	6,1	8,0	8,1	7,2	4,5	2,8	2,5	2,3
Espagne	0,5	2,3	3,4	5,8	7,7	8,8	8,5	6,9	4,3	2,7	2,6	2,3
Royaume-Uni	0,6	2,1	2,8	4,9	6,1	7,9	8,0	7,7	7,0	4,5	3,5	2,1

Taux de chômage, %	2021				2022				2023			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Etats-Unis	6,2	5,9	5,1	4,2	3,8	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Japon	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5
Eurozone	8,3	8,2	7,6	7,3	7,5	7,5	7,5	7,3	7,2	7,1	7,1	7,0
Allemagne	3,9	3,6	3,4	3,4	3,4	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1
France	8,0	8,2	7,9	7,4	7,5	7,5	7,6	7,5	7,4	7,4	7,5	7,4
Italie	10,1	9,8	9,1	9,1	9,1	9,2	9,4	9,1	9,4	9,2	9,1	8,9
Espagne	15,6	15,4	14,7	13,4	13,9	14,3	14,1	13,3	12,8	12,6	12,6	12,5
Royaume-Uni	4,8	4,6	4,2	3,9	3,7	4,0	4,1	4,2	4,2	4,1	4,2	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>								
2021	5,3	3,5	3,8	4,3	10,9	8,6	1,4	0,5
2022	2,9	3,3	1,9	5,5	6,8	8,4	-0,4	0,4
2023	2,4	2,2	1,1	4,6	4,0	4,5	-0,1	0,5
T1 2022	0,2	-0,1	0,3	0,9	1,0	0,9	0,0	0,4
T2 2022	0,4	0,3	0,4	1,3	1,5	1,8	-0,1	0,4
T3 2022	0,8	0,8	0,4	1,4	1,3	1,5	0,0	0,4
T4 2022	0,6	0,5	0,2	1,3	0,9	1,1	-0,1	0,5
<b>Allemagne</b>								
2021	2,9	0,1	3,1	1,3	9,8	9,1	0,7	1,2
2022	2,5	3,5	2,3	2,3	7,7	8,9	-0,2	-0,1
2023	2,3	2,0	2,4	3,4	4,3	4,5	0,1	0,0
T1 2022	0,0	-0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	-0,1	0,0
T2 2022	0,9	0,7	1,1	2,1	2,5	3,0	-0,1	0,0
T3 2022	1,2	1,2	1,0	1,5	2,1	2,2	0,0	0,0
T4 2022	0,5	0,4	0,5	1,1	1,1	1,2	0,0	0,0
<b>France</b>								
2021	7,0	4,7	6,3	11,5	9,3	7,7	0,2	0,0
2022	3,3	4,1	2,1	2,1	7,7	7,2	0,0	0,2
2023	2,1	2,4	0,0	1,9	3,9	3,7	0,0	0,4
T1 2022	0,3	-0,1	0,6	0,4	1,9	1,6	0,0	0,0
T2 2022	0,2	0,4	-0,2	0,5	1,5	1,3	0,0	-0,1
T3 2022	0,5	0,8	0,0	0,4	1,0	1,0	0,0	0,0
T4 2022	0,7	0,6	0,0	0,5	1,0	0,8	0,0	0,2
<b>Italie</b>								
2021	6,6	5,2	1,0	17,0	13,4	14,6	-0,1	0,3
2022	1,9	2,2	0,7	5,7	4,6	7,2	-0,7	0,1
2023	2,1	2,5	-0,1	3,4	3,2	4,1	-0,2	0,1
T1 2022	-0,3	-0,2	0,2	0,8	0,7	0,8	0,0	-0,4
T2 2022	-0,4	-0,5	0,1	0,6	0,8	0,9	0,0	-0,2
T3 2022	0,3	0,1	0,1	0,7	0,5	0,9	-0,1	0,2
T4 2022	0,4	0,3	-0,2	1,0	0,4	0,9	-0,2	0,2
<b>Espagne</b>								
2021	5,0	5,3	2,6	3,6	13,7	13,1	0,5	0,3
2022	4,6	3,9	0,5	6,8	12,0	10,1	0,9	0,0
2023	3,6	2,8	1,7	7,3	4,4	4,5	0,1	0,0
T1 2022	0,4	0,3	0,5	1,7	1,0	1,8	-0,2	0,0
T2 2022	0,1	-0,2	0,5	1,3	1,1	1,8	-0,2	0,0
T3 2022	1,2	1,3	0,5	2,3	1,0	1,5	-0,1	0,0
T4 2022	1,0	1,0	0,5	2,2	1,0	1,4	-0,1	0,0
<b>Portugal</b>								
2021	4,9	4,4	5,0	6,1	13,0	12,8	-0,6	0,4
2022	4,6	4,3	1,6	4,3	13,3	10,6	0,6	0,1
2023	1,7	2,0	0,9	6,6	3,6	5,4	-1,1	0,0
T1 2022	0,3	0,3	0,1	0,8	1,0	1,0	0,0	0,0
T2 2022	0,4	0,3	0,3	0,7	1,1	1,0	0,0	0,0
T3 2022	0,4	0,5	0,3	1,6	1,2	1,7	-0,3	0,0
T4 2022	0,5	0,6	0,2	2,0	0,9	1,4	-0,3	0,0
<b>Pays-Bas</b>								
2021	4,8	3,5	4,3	3,4	7,0	5,4	2,0	-0,5
2022	3,5	4,2	2,8	1,3	4,6	4,2	0,9	0,0
2023	1,8	1,6	0,8	1,6	3,9	3,8	0,6	0,0
T1 2022	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0	1,0	0,1	0,0
T2 2022	0,4	0,3	0,3	0,4	1,0	1,0	0,1	0,0
T3 2022	0,3	0,2	0,2	0,4	1,0	1,0	0,1	0,0
T4 2022	0,3	0,2	0,2	0,4	1,0	1,0	0,1	0,0
<b>Royaume-Uni</b>								
2021	7,4	6,2	14,3	5,9	-1,3	3,8	-1,5	0,4
2022	4,0	4,9	5,4	1,6	9,0	7,5	0,3	0,1
2023	1,2	1,5	4,1	1,2	3,4	5,7	-0,7	-0,1
T1 2022	1,2	0,8	1,0	1,2	3,0	2,0	0,3	0,0
T2 2022	-0,1	0,2	1,0	-1,0	1,0	1,0	0,0	-0,3
T3 2022	0,1	0,3	1,0	-1,0	0,5	1,0	-0,2	0,0
T4 2022	0,3	0,3	1,0	1,0	0,5	1,5	-0,3	0,0

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

(b) t/t, %

## TAUX D'INTÉRÊT

Taux courts		05-avr	juin-22	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Etats-Unis	Fed funds	0,50	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50
	Sofr	0,29	1,04	1,29	1,54	1,79	2,04	2,04	2,29
Japon	Call rate	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
	Tonar	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,01	0,02	0,03	0,03
Zone euro	Dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25	-0,25	0,00	0,00	0,25
	€str	-0,58	-0,58	-0,57	-0,32	-0,31	-0,05	-0,05	0,20
	Euribor 3m	-0,48	-0,47	-0,32	-0,18	0,00	0,15	0,25	0,40
Royaume-Uni	Taux de base	0,75	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
	Sonia	0,70	0,95	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Suède	Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50	0,75
Norvège	Deposit	0,75	1,00	1,50	2,00	2,25	2,50	2,75	3,00
Canada	Overnight	0,50	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00

Taux 10 ans		05-avr	juin-22	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Etats-Unis		2,43	2,55	2,25	2,00	2,15	2,10	2,05	1,95
Japon		0,23	0,25	0,25	0,25	0,25	0,30	0,37	0,45
Zone euro (Allemagne)		0,60	0,65	0,80	0,90	0,95	1,05	1,10	1,05
Spread 10 ans / Bund									
France		0,53	0,50	0,55	0,50	0,55	0,55	0,60	0,60
Italie		1,62	1,60	1,75	1,85	2,00	2,05	2,10	2,10
Espagne		0,98	1,00	1,10	1,15	1,25	1,35	1,35	1,40

Asie		05-avr	juin-22	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
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	0,75	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,75
Inde	Taux repo	0,00	4,00	4,25	4,50	4,50	4,75	5,00	5,00
Indonésie	BI rate	3,50	3,50	3,75	4,00	4,25	4,25	4,50	4,75
Corée	Taux de base	1,25	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00
Malaisie	OPR	1,75	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,75	3,00
Philippines	Taux repo	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,75
Singapour	6M SOR	1,19	0,50	0,74	1,08	1,14	1,39	NA	NA
Taïwan	Redisc	1,38	1,50	1,63	1,63	1,75	1,75	1,75	1,75
Thaïlande	Repo	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00
Vietnam	Refinancing rate	4,00	4,00	4,50	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Amérique Latine									
Brésil	Overnight/Selic	11,75	13,25	13,25	13,25	13,00	12,50	11,00	9,50
Mexique	Taux overnight	6,50	7,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50
Europe Emergente									
Rép. tchèque	Repo 14 j.	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00
Hongrie	Repo 2 sem.	4,40	6,40	6,40	6,40	6,40	6,25	6,00	5,75
Pologne	Repo 7 j.	3,50	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Roumanie	Repo 2 sem.	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75	2,50
Russie	1W auction rate	20,00							
Turquie	Repo 1 sem.	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00
Afrique & Moyen-Orient									
Afr. du Sud	Repo	4,25	4,50	5,00	5,00	4,50	4,00	4,00	4,00
EAU	Repo	0,90	0,60	0,60	0,85	0,85	1,10	1,35	1,50
Arabie Saoudite	Repo	1,25	1,25	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25



## TAUX DE CHANGE

## Taux de change USD

Pays industrialisés		5-avr.	juin-22	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Euro	EUR/USD	1,09	1,15	1,16	1,18	1,18	1,19	1,20	1,21
Japon	USD/JPY	123	118	118	116	115	114	113	112
Royaume-Uni	GBP/USD	1,31	1,35	1,36	1,38	1,39	1,40	1,41	1,43
Suisse	USD/CHF	0,93	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,93
Canada	USD/CAD	1,24	1,22	1,21	1,20	1,19	1,18	1,19	1,20
Australie	AUD/USD	0,76	0,74	0,75	0,76	0,77	0,78	0,79	0,80
Nouvelle Zélande	NZD/USD	0,70	0,73	0,74	0,75	0,75	0,76	0,77	0,78

## Parités croisées c/ euro

Pays industrialisés		5-avr.	juin-22	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Japon	EUR/JPY	135	135	136	136	136	136	136	136
Royaume-Uni	EUR/GBP	0,83	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,84
Suisse	EUR/CHF	1,02	1,08	1,09	1,10	1,11	1,12	1,13	1,13
Suède	EUR/SEK	10,27	10,10	10,00	9,90	9,80	9,80	9,70	9,70
Norvège	EUR/NOK	9,50	9,90	9,80	9,70	9,60	9,60	9,50	9,50

Asie		5-avr.	juin-22	sept.-22	déc.-22	mars-23	juin-23	sept.-23	déc.-23
Chine	USD/CNY	6,36	6,48	6,44	6,40	6,40	6,42	6,45	6,49
Hong Kong	USD/HKD	7,83	7,80	7,80	7,80	7,81	7,81	7,82	7,82
Inde	USD/INR	75,31	76,50	76,00	75,50	75,00	75,00	75,20	75,20
Indonésie	USD/IDR	14 345	14 400	14 300	14 200	14 000	14 200	14 300	14 300
Malaisie	USD/MYR	4,21	4,20	4,18	4,16	4,15	4,15	4,15	4,15
Philippines	USD/PHP	51,3	52,0	51,7	51,0	50,7	50,7	50,5	50,0
Singapour	USD/SGD	1,36	1,35	1,34	1,33	1,32	1,31	1,31	1,30
Corée du Sud	USD/KRW	1215	1195	1190	1180	1160	1150	1140	1130
Taiwan	USD/TWD	28,7	28,0	27,8	27,7	27,6	27,5	27,4	27,3
Thaïlande	USD/THB	33,5	32,9	32,5	32,2	32,0	31,8	31,5	31,0
Vietnam	USD/VND	22 873	22 800	22 700	22 600	22 550	22 500	22 450	22 400

## Amérique latine

Brésil	USD/BRL	4,66	5,30	5,50	5,30	5,35	5,40	5,45	5,50
Mexique	USD/MXN	19,86	21,00	20,70	20,50	20,70	21,00	21,25	21,50

## Afrique

Afrique du Sud	USD/ZAR	14,61	15,00	14,50	14,50	14,00	14,00	14,50	15,00
----------------	---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

## Europe émergente

Pologne	USD/PLN	4,24	4,28	4,06	3,91	3,86	3,77	3,69	3,64
Russie	USD/RUB	83,25							
Turquie	USD/TRY	14,72	15,00	15,10	15,20	15,30	15,40	15,50	15,60

## Europe centrale

Rép. tchèque	EUR/CZK	24,36	25,00	24,90	24,80	24,70	24,70	24,70	24,70
Hongrie	EUR/HUF	376	365	355	350	345	340	340	340
Pologne	EUR/PLN	4,63	4,75	4,55	4,50	4,48	4,45	4,43	4,40
Roumanie	EUR/RON	4,94	4,95	4,94	4,94	4,94	4,93	4,92	4,91

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix moy. du trim.		1-avr	2022			2023			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	108	110	107	105	100	100	105	108

Prix moy. du trim.		1-avr	2022			2023			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 924	2 100	1 950	1 900	1 950	2 000	2 100	2 150

## COMPTES PUBLICS

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Etats-Unis</b>	-12,4	-6,5	-4,7	102,2	102,6	101,8
<b>Japon</b>	-6,4	-7,0	-3,5	242,3	244,4	244,2
<b>Zone euro</b>	-6,2	-4,3	-2,9	95,2	93,6	94,1
Allemagne	-6,2	-3,4	-2,6	70,3	69,0	66,0
France	-6,5	-5,3	-4,6	112,9	112,9	113,5
Italie	-7,5	-5,6	-4,3	152,5	149,5	148,5
Espagne	-6,8	-6,6	-1,0	119,2	113,4	109,5
Pays-Bas	-4,9	-1,7	-0,8	57,8	56,4	55,1
Belgique	-6,3	-4,2	-4,0	112,7	108,9	107,4
Grèce	-11,0	-3,3	-1,0	188,7	170,0	165,0
Irlande	-4,1	-5,1	-4,1	54,7	56,6	57,7
Portugal	-4,3	-2,6	-2,0	127,3	124,4	124,2
<b>Royaume-Uni</b>	-10,1	-5,0	-3,9	103,0	104,0	104,7

Achevé de rédiger le 5 avril 2022

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

**Comité de rédaction**

**Pays développés**

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

**Secteurs d'activité**

Stéphane FERDRIN – Pétrole  
Pascale MÉGARDON-AUZÉPY – Mines & métaux  
Bertrand GAUVAUDAN – Transport maritime  
Noël ISORNI – Prix alimentaires

**Pays émergents**

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

**Marchés financiers**

Nicholas VAN NESS – Fed  
Louis HARREAU – BCE  
Kyohei MORITA – Banque du Japon  
Slavena NAZAROVA – Banque d'Angleterre  
Alex LI – Taux d'intérêt États-Unis  
Bert LOURENCO – Taux d'intérêt zone euro  
Valentin MARINOV – Taux de change pays développés  
Sébastien BARBÉ – Taux de change pays émergents

**Documentation :** Dominique PETIT – **Statistiques :** Robin MOURIER, Alexis MAYER

**Maquette & Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**Contact :** publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

**Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :**

**Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>  
**Application Etudes ECO** disponible sur l'**App store** & sur **Google Play**