PERSPECT//VES ECONOMIQUES

& des marchés financiers

Janvier 2023

2023

ATTERRISSAGE MAITRISÉ ?

Crédit Mutuel ARKEA

Préambule

LES POINTS CLÉS 2023

La croissance mondiale se dégraderait significativement en 2023 pour atteindre 1,9%, suite à un resserrement monétaire mondial historique en 2022. Sur le front géopolitique, **la guerre en Ukraine s'enlisserait et durerait au-delà de 2023.** Les sanctions en place contre la Russie seraient maintenues pendant plusieurs années. En Asie, dans un climat toujours tendu autour du statut de Taïwan, la Chine répèterait ses opérations militaires au large de l'île sans toutefois l'envahir.

L'inflation mondiale décélèrerait en 2023. Les difficultés d'approvisionnement cesseraient sur fond de faible croissance du commerce mondial. De plus, **les prix des matières premières seraient orientés à la baisse.** Toutefois, la question de l'approvisionnement de l'Europe en gaz restera un enjeu de taille, alors que le continent devra à nouveau remplir ses réserves de gaz, cette fois-ci sans faire appel à la Russie.

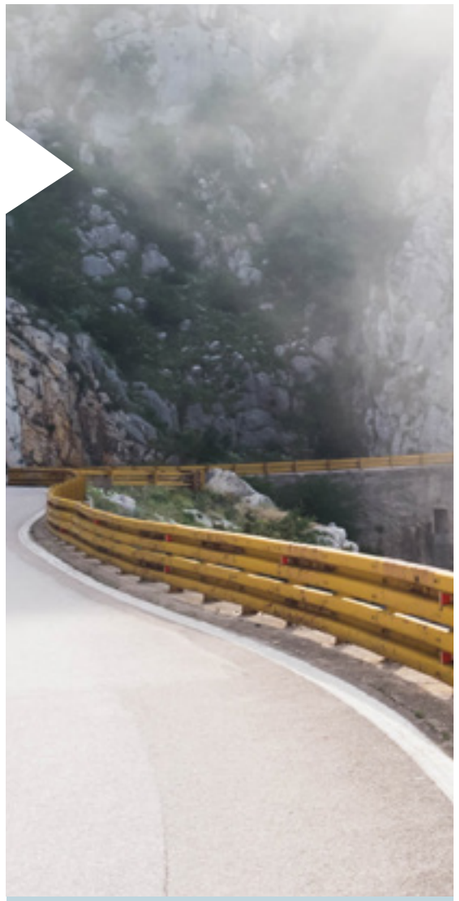
Afin de résorber l'inflation, **les banques centrales des principales économies avancées freineraient l'activité,** jusqu'à la récession technique. Cela contraindrait la capacité des ménages et des entreprises à consommer et investir. **Sur l'année, la croissance américaine serait faible et en contraction en Zone euro et au Royaume-Uni.**

En Chine, l'activité resterait poussive au premier semestre 2023, pénalisée par la résurgence du Covid. Toutefois, dès le second semestre, elle serait très dynamique avec la fin de la stratégie « zéro-Covid » de Pékin et des politiques économiques encore accommodantes, tant du côté de la politique monétaire que de la politique budgétaire.

Du côté des marchés financiers, 2023 rimerait encore avec incertitude. Les Banques centrales, tout en maintenant une posture restrictive sur l'année, stopperaient leurs hausses de taux rapidement en 2023 (taux pivot à 4,75% pour la Fed et 2,75% pour la BCE). En conséquence de moindres hausses de taux qu'attendu, les rendements obligataires diminueraient en début d'année. Par ailleurs, une dynamique d'activité décevante aurait une incidence négative sur le rendement des obligations les plus longues. Inversée en début d'année, la courbe des taux s'aplatirait à la fin du premier trimestre pour quelques mois.

Du côté des actions, une correction est anticipée au premier semestre en raison de la dégradation de l'activité mondiale et d'un discours toujours restrictif des banquiers centraux. **Au second semestre,** un changement de ton et la normalisation toujours en cours de l'inflation devraient permettre **un nouveau rebond.**

L'euro devrait connaître une évolution en deux phases en 2023 face au dollar. Il resterait sous pression au premier trimestre, lorsque la BCE stoppera ses hausses de taux après deux réunions seulement, avant de **se redresser au second semestre sur fond d'anticipation de baisse rapide des taux directeurs américains en 2024.**



Les auteurs

ÉCRITURE ACHEVÉE LE 13 JANVIER 2023

Paul CHOLLET
Economiste Senior
02 98 00 46 70
paul.chollet@arkea.com

Rodrigue MEAR
Economiste - Actuaire
02 98 00 36 62
rodrigue.mear@arkea.com

Julien LECUMBERRY
Economiste
02 98 00 27 66
julien.lecumberry@arkea.com

Pierre BOSSUET
Economiste
02 98 34 96 90
pierre.bossuet@arkea.com

Sommaire

PERSPECTIVES ECONOMIQUES

00 INTRODUCTION
Un point de retournement p06
Zoom pétrole p08

01 ETATS-UNIS
Coup de frein sur l'activité p11
Zoom financier : la FED p17

02 ZONE EURO
Le ralentissement de l'activité p19
Encadré vers un rebond de l'euro p24
Zoom Gaz p26
Zoom financier : la BCE p29
Encadré France - Inflation p34

03 ROYAUME-UNI
Récession et austérité p37

04 CHINE
Reprise sous contrôle ? p43

05 PAYS ÉMERGENTS
Brésil - Russie - Inde p47
Zoom financier : dette émergente p49

06 MARCHÉS FINANCIERS : POINT DE SITUATION
Zoom taux p52
Zoom actions p55

07 BIODIVERSITÉ
Que retenir de la COP15 sur la biodiversité ? p57

2022 EN 4 GRAPHIQUES

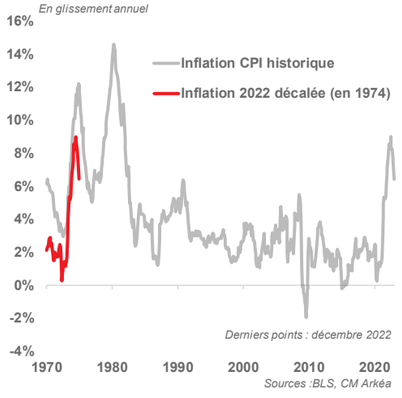
INFLATION

LE GRAND RETOUR DE L'INFLATION

En 2022, l'inflation s'est imposée plus fortement encore dans le paysage économique mondial, notamment dans les grandes économies avancées. Cette accélération des prix est apparue dès 2021, sous l'impulsion de facteurs internationaux liés au redémarrage post-Covid-19 (simultanéité des rebonds, stimulation de la demande américaine, politique « zéro-Covid » chinoise, goulets d'étranglement, etc.), mais s'est révélée plus forte et plus durable qu'anticipé initialement, en raison notamment de l'actualité géopolitique : fin février, l'invasion russe de l'Ukraine est venue accroître ces pressions sur les prix, en particulier en Europe, où la dépendance énergétique à la Russie était très importante. Au-delà de l'Europe, cette crise géopolitique est également venue soutenir les prix d'autres matières premières, notamment des céréales.

Les Etats-Unis, moins exposés à la guerre en Ukraine, ont passé en juin leur pic inflationniste, qui semble également avoir été atteint en décembre dans la majorité des pays de la Zone euro, à l'exception de la France. Si le reflux est effectivement en cours, l'inflation devrait rester durablement élevée dans les grandes économies avancées en raison notamment du niveau de tension du marché du travail. De plus, une comparaison historique avec l'inflation des années 1970 (cf. graphique) rappelle qu'une nouvelle crise géopolitique pourrait provoquer une troisième vague inflationniste, à l'instar du choc pétrolier de 1979.

Graphique A **L'inflation américaine a passé son pic, mais la comparaison historique avec les années 1970**



Sources :BLS, CM Arkéa

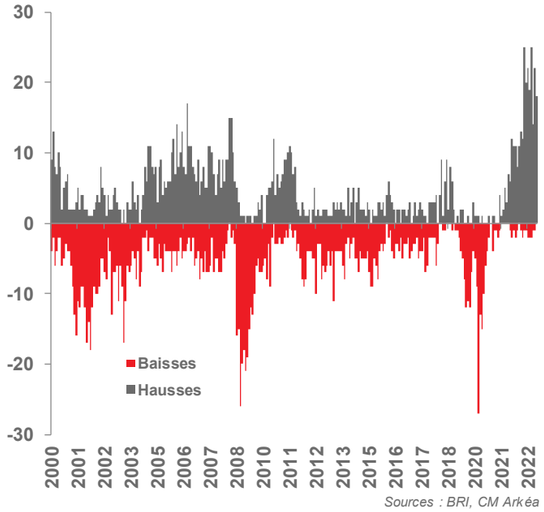
RESSERREMENT MONÉTAIRE

UN RESSERREMENT MONÉTAIRE MONDIAL

L'accroissement des tensions inflationnistes et la résilience des économies, meilleure que prévu, ont conduit à un **resserrement monétaire mondial de grande ampleur,** mené par la majorité des banques centrales. Ce mouvement avait été initié dès la fin 2021 par la Banque d'Angleterre ainsi que par les grandes banques centrales émergentes qui, marquées par le « Taper tantrum » de 2013 (correction des marchés financiers suite au resserrement de la Réserve fédérale américaine), craignaient d'être insuffisamment préparées au moment de la hausse des taux de la Fed. Dans ce contexte, les seuls assouplissements monétaires observés en 2022 concernaient la Russie, la Turquie et la Chine.

Le resserrement monétaire observé en 2022 est historique, tant par son ampleur que par sa rapidité. Dans un contexte d'inflation persistante, les dernières réunions de politique monétaire de décembre suggèrent néanmoins que ce mouvement n'est pas terminé et que la hausse des taux devrait se poursuivre début 2023, notamment aux Etats-Unis et en Zone euro.

Graphique B **Le cycle mondial de resserrement monétaire est d'ores et déjà historique, notamment en Zone euro et aux Etats-Unis**



Sources : BRI, CM Arkéa

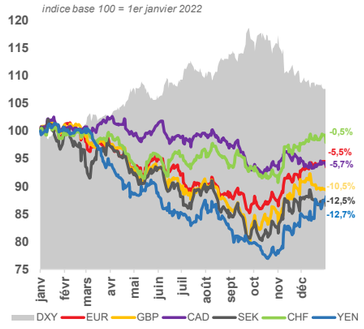
LE MARCHÉ DU CHANGES

L'ANNÉE DU DOLLAR

Le marché des changes a été soumis à de vives variations en 2022, en raison principalement des divergences d'anticipation autour des politiques monétaires. Ainsi, la monnaie américaine a très fortement progressé au cours des trois premiers trimestres 2022 (+16% du 1er janvier au 30 septembre), portée par la promesse d'un resserrement monétaire plus agressif que dans les autres économies avancées. Du fait de son statut de valeur refuge, le billet vert a également bénéficié du rebond de l'aversion pour le risque lié à la guerre en Ukraine. En parallèle, l'ensemble des six devises composant l'indice du dollar DXY se sont inscrites en baisse, en particulier le Yen, pénalisé par l'immobilisme de la Banque du Japon. Au-delà des facteurs propres au billet vert, la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar a également reflété de réelles inquiétudes concernant les perspectives et le risque de fragmentation de la Zone euro. La monnaie unique a de plus été pénalisée par l'explosion du coût des importations énergétiques, qui est venue dégrader fortement la balance commerciale du bloc monétaire.

Au 4e trimestre, le dollar a toutefois reculé, réduisant l'ampleur de ses gains sur l'année. Ce reflux est lié à la baisse des incertitudes autour du futur niveau d'atterrissage des taux directeurs de la Fed et de la baisse de l'aversion pour le risque suite à l'enlisement de la Russie en Ukraine. De son côté, l'euro a bénéficié des moindres inquiétudes concernant le risque de rupture de l'approvisionnement énergétique pendant l'hiver 2022/2023.

Graphique C **Le dollar a enregistré une nette appréciation vis-à-vis des autres devises au cours des 3 premiers trimestres 2022**



Sources : Reuters, CM Arkéa

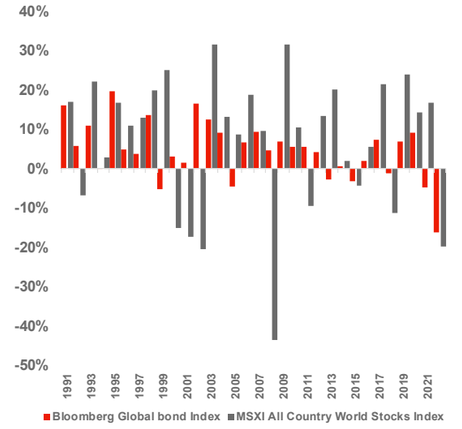
ACTIONS ET OBLIGATIONS

LE BLUES DES ACTIONS ET DES OBLIGATIONS

L'important resserrement monétaire observé et les fortes incertitudes persistantes sur le taux pivot des banques centrales ont provoqué une importante correction sur les marchés financiers. Fait rare, ce contexte a favorisé une **correction à la fois sur les marchés actions et obligations.** Du côté obligataire, le relèvement brutal des taux d'intérêt a fortement dégradé l'attractivité des obligations émises précédemment, à des taux beaucoup moins élevés, entrainant un effondrement de leur valeur sur le marché secondaire.

En parallèle, du côté des marchés actions, le durcissement des conditions de financement couplé à la dégradation des perspectives économiques pèse sur les bénéfices futurs anticipés des entreprises et conduisent à une révision à la baisse de leur valorisation de marché. La correction a été particulièrement importante pour les entreprises du secteur technologique, fortement exposées à la hausse du coût du crédit pour financer leurs investissements et le développement de leur activité. Les marchés actions et obligations sont mieux orientés en décembre 2022, mais la volatilité persistante souligne le niveau d'incertitude des investisseurs.

Graphique D **Le contexte économique et financier a pesé à la fois sur les marchés actions et obligations**



Sources : Bloomberg, CM Arkéa

INTRODUCTION

UN POINT DE RETOURNEMENT

Après une année 2022 placée sous le signe de la lutte contre l'inflation, 2023 devrait marquer un point d'inflexion. L'inflation, bien qu'elle reste encore très élevée, semble avoir atteint ou être proche de son pic. L'activité, après avoir fait preuve d'une surprenante résistance, devrait fléchir face à la hausse des prix, au durcissement des conditions de financement et, de manière plus localisée, au retour de la Covid-19. Les banques centrales des Etats-Unis et de la Zone euro, après des hausses de taux d'une ampleur et d'une rapidité très importante, devraient atteindre le fameux « taux pivot » au cours du premier semestre, c'est-à-dire le taux dont le niveau est jugé suffisamment restrictif pour permettre un retour de l'inflation vers la cible des 2%. Au niveau international, l'horizon reste très incertain alors que le conflit russo-ukrainien semble s'enliser et que le risque pandémique demeure ne pas avoir tout à fait disparu.

Le contexte international et financier restera donc globalement défavorable et la croissance de l'économie mondiale devrait ralentir (1,9% en 2023 après 3,3% en 2022). Le ralentissement de l'activité serait plus prononcé au sein des pays avancés, en raison notamment des difficultés du continent européen à faire face à la crise énergétique et à ses conséquences, parfois durables, sur son économie. En début d'année, l'économie de la Zone euro entrerait en contraction alors que la consommation des ménages fléchirait avec la hausse des prix.

La question de la sécurisation de l'approvisionnement énergétique reviendrait par ailleurs sur le devant de la scène en deuxième partie d'année, lorsque l'Europe devra remplir ses stocks de gaz. Dans ce contexte, la BCE porterait son taux de dépôt à un niveau moins élevé (2,75%) que ce que ses dernières déclarations ont laissé entrevoir.
Au total, la Zone euro enregistrerait une croissance annuelle moyenne de -0,1% en 2023, tandis que l'inflation atteindrait 6,3%.

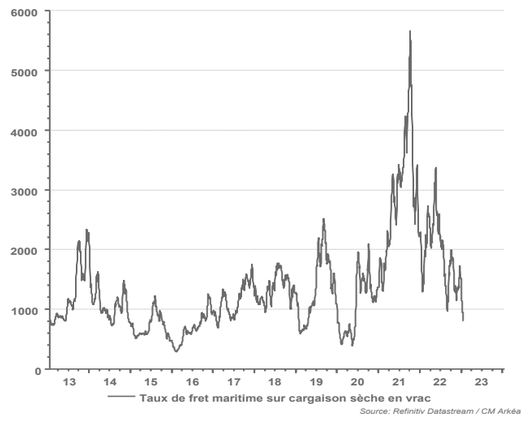
Le ralentissement des Etats-Unis serait pour sa part plus tardif, moins prononcé, mais plus durable. Le maintien par la Réserve fédérale d'un taux fortement restrictif contraindrait les entreprises et les ménages tandis que le niveau des prix serait encore relativement élevé. En 2023, la croissance atteindrait ainsi 0,4%, tandis que l'inflation reculerait à 3% au 4e trimestre. Le durcissement des conditions de financement aura des effets durables sur l'économie américaine, qui enregistrerait de nouveau un taux de croissance relativement faible en 2024, à 0,4%.

De part et d'autre de l'Atlantique, la persistance de l'inflation, liée en partie à la bonne tenue du marché du travail et aux pressions salariales qui en découlent, ne permettrait pas aux banques centrales d'assouplir fortement leur politique monétaire en 2023. La Banque centrale européenne, comme la Réserve fédérale américaine, reviendraient ainsi vers un niveau jugé neutre (1,5% pour la BCE 2025 et 2,5% pour la Fed d'ici à 2025). Le chemin à parcourir sera toutefois plus important pour la Fed, dont le taux pivot se situe à un niveau plus restrictif et donc plus élevé qu'en Europe.

A l'instar de la croissance, le commerce mondial marquera le pas. Selon les prévisions d'octobre de l'OMC, il enregistrerait une croissance de 1,0% sur l'année, après 3,5% en 2022.

La normalisation en cours des chaînes d'approvisionnement se poursuivrait. Cette dernière, visible à travers le raccourcissement des délais de livraison et le retour à la normale du prix du fret maritime, illustre toutefois la faiblesse de la demande plutôt qu'une augmentation de l'offre. Un rebond de la demande mondiale est toutefois probable en deuxième partie d'année, lorsque la consommation chinoise, grevée par les à-coups successifs liés au contexte sanitaire, retrouvera des couleurs.

Graphique 1 **Indice de prix du fret maritime Baltic Dry**



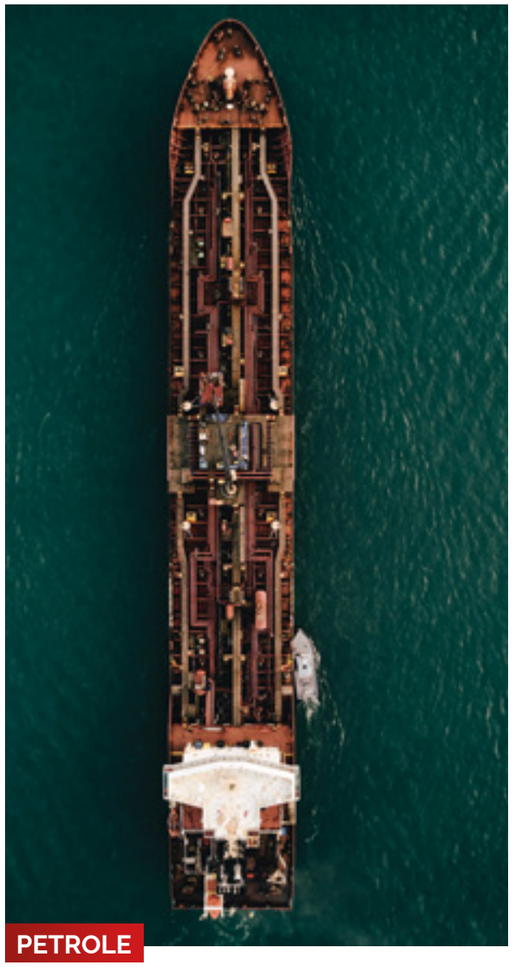
Dans ce contexte, le prix du baril de pétrole se stabiliserait à un niveau plus modéré. Le ralentissement de la croissance, notamment au premier semestre, devrait pénaliser la demande de pétrole. Cette dernière serait ainsi inférieure à la production mondiale, malgré la reprise de l'économie chinoise attendue en deuxième partie d'année. L'offre de pétrole resterait en effet stable, malgré les menaces de Moscou. Plutôt que de réduire sa production face aux mesures occidentales, la Russie redirigeait ses flux vers ses partenaires asiatiques. **En moyenne, nous estimons que le prix du pétrole atteindrait 75$ en 2023** (100$ en 2022). En ce qui concerne le prix du gaz, nous estimons que le prix du gaz pourrait progresser légèrement à la sortie de l'hiver en raison des incertitudes liées à la reconstitution des stocks de gaz européens. Le prix moyen du Mwh serait néanmoins plus faible en 2023 (100€) qu'en 2022 (130€) et la volatilité des prix devrait être plus faible qu'en 2022.

Après une année mouvementée, marquée par un retour de la volatilité et une baisse concomitante des indices actions et obligataires, le maintien de conditions de financement restrictives devrait limiter la capacité de rebond des marchés financiers.

Du côté des marchés obligataires, nous estimons que les taux européens resteront à des niveaux élevés, proches des plus hauts atteints en fin d'année 2022. La politique de réduction du bilan de la BCE, couplée à une hausse des besoins de financement des Etats, maintiendrait les taux souverains sous pression. Les pays dits périphériques, à l'image de l'Italie, risquent d'être plus affectés par ce déséquilibre entre offre et demande de dette publique. Toutefois, les différents garde-fous mis en place par les autorités européennes (plan de relance européen, réinvestissement flexible du PEPP et Instrument de Protection de la Transmission de la BCE) permettront d'éviter une véritable fragmentation des marchés européens. **Côté Etats-Unis, les attentes du retour des taux Feds funds vers un niveau neutre, le ralentissement de l'activité et le reflux progressif de l'inflation devraient permettre une détente sur les taux longs américains, malgré la poursuite de la réduction du bilan de la Fed.**

Sur les marchés actions, la capacité de rebond des principaux indices serait limitée par la dégradation de la conjoncture. Le ralentissement de la croissance mondiale et la dernière phase de hausse des taux directeurs pénaliseraient les indices actions au cours du premier semestre. À partir du deuxième semestre, les perspectives du retour des taux directeurs vers la neutralité ainsi qu'un rebond de la demande chinoise devraient permettre un rebond des marchés actions, qui retrouveraient, peu ou prou, les niveaux du début d'année.

Enfin, côté change, les différentiels de taux joueront à plein en 2023 et permettront une détente du billet vert et ainsi une appréciation de l'euro face au dollar (1,15 fin 2023). La réduction plus rapide des taux directeurs de la Fed relativement à ceux de la Zone euro permettrait en effet à la monnaie commune de retrouver des couleurs face au dollar.



PETROLE

2023, BAISSE ATTENDUE DU PRIX DU PETROLE

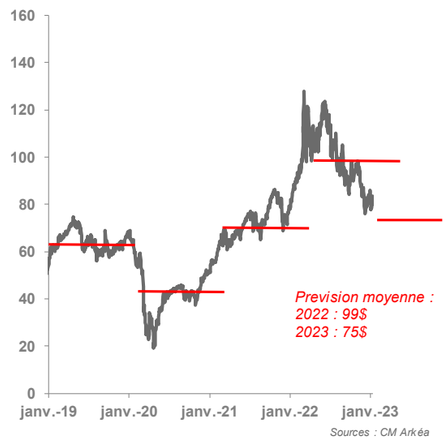
Le prix du baril de pétrole s'est fortement apprécié en mars 2022 après l'invasion russe en Ukraine (pic à 139$ le baril le 7 mars). Depuis, comme de nombreuses matières premières, le prix du baril a fortement chuté.

Depuis ses derniers pics de juin, le baril de Brent a perdu plus de 40$, s'échangeant autour de 80$ fin 2022. Ce repli est conjointement dû à une baisse de la demande et à une augmentation de l'offre, notamment de l'OPEP+ (Organisation des pays exportateurs de pétrole + Russie) cet été.

Les perspectives de récession à travers le monde et les politiques monétaires toujours strictes devraient continuer de peser sur les prix. Du côté de l'offre, alors que la production américaine de pétrole resterait toujours en hausse, l'équilibre du marché pétrolier est à nouveau sous le contrôle de l'OPEP+, qui a déjà réduit sa production en fin d'année pour soutenir les cours.

Globalement, nous tablons sur une poursuite de cette tendance baissière au premier semestre, avant un rebond des cours dans un deuxième temps. En moyenne, le prix du Brent serait de 75$ en 2023.

Graphique 2 Evolution du prix de baril de pétrole (en $ par baril)

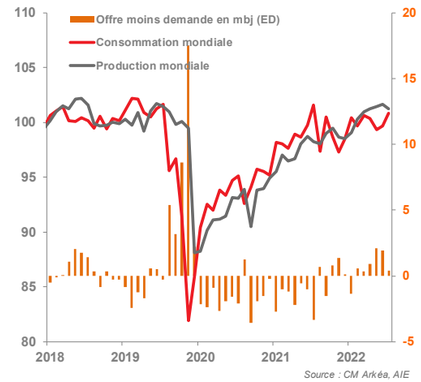


Le pétrole aura connu une année mouvementée en 2022, avec une évolution de ses prix en forme de montagnes russes.

Sur l'année, les cours sont en hausse de 10,5% pour le Brent et de 6,8% pour le WTI, mais, ils ont perdu près de 40% de leur valeur par rapport aux pics enregistrés en mars, dans les premières semaines de la guerre en Ukraine. **L'une des périodes les plus turbulentes du marché des matières premières énergétiques depuis de nombreuses années semble toutefois derrière nous.**

Pour l'instant, la situation apparait davantage contrôlée, comme en témoigne le rééquilibrage entre l'offre et la demande mondiale en fin d'année.

Graphique 3 Evolution de la consommation et de la production mondiale de pétrole (en millions de barils par jour)



OPEP, CHINE ET RÉCESSION : LES PRINCIPAUX MOTEURS DE L'ÉVOLUTION DU PRIX DU PÉTROLE

Les éléments mentionnés dans le titre devraient être les principaux facteurs influençant les prix du pétrole en 2023, à moins que nous n'assistions au déclenchement d'un nouveau conflit armé à l'intérieur des frontières de l'un des principaux acteurs de ce marché. **En effet, le marché pétrolier a une particularité de taille par rapport à n'importe quel autre marché : les volumes de pétrole sont ouvertement manipulés par les plus importants exportateurs du monde, qui se sont regroupés au sein de l'OPEP+.**

Ainsi, en novembre, l'OPEP+ a décidé de réduire sa production de 2 millions de barils par jour, ce qui a permis une stabilisation des prix autour de 80$ pour le Brent. Les responsables du cartel ont insisté sur le fait qu'ils examineront la situation du marché en tenant compte de l'introduction de sanctions complémentaires sur le brut russe et d'une éventuelle ouverture supplémentaire de l'économie chinoise. In fine, techniquement, dans les Etats du G7, seul le pétrole vendu par la Russie à un prix égal ou inférieur à 60 dollars peut continuer à être livré. Au-delà de ce plafond, il est interdit pour les entreprises occidentales de fournir les services liés aux livraisons (fret, banque et assurance). Objectif : réduire le financement de la guerre du Kremlin en ciblant les revenus du pétrole et du gaz qui représentent près de la moitié du budget russe. En réponse, Moscou a signé un décret qui interdit la fourniture de pétrole et de produits pétroliers aux nations participant au plafonnement des prix à partir du 1er février et ce, pendant cinq mois.

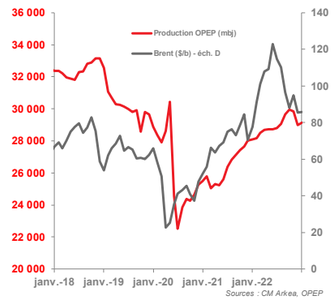
Ces déclarations ont eu peu d'impact sur le marché. La Russie est le deuxième plus gros exportateur au monde de pétrole et était, en 2021, le deuxième fournisseur d'or noir des Vingt-Sept.

Mais selon les dirigeants européens, 90% des exportations vers l'UE avaient déjà cessé à la fin de l'année 2022. Un arrêt total n'aura alors qu'un impact limité. Moscou redirige déjà son pétrole vers l'Asie, qui absorbe désormais 80% de ses exportations. Ses premiers clients, la Chine et l'Inde, ont négocié le brut de l'Oural à prix cassés, au-dessous de 50 dollars le baril, selon les observateurs du secteur de l'énergie. Du reste, l'écart de prix entre le Brent et le brut de l'Oural n'a pas cessé de s'élargir, passant de la norme d'avant-guerre, entre 1 et 2 dollars, au niveau actuel de 20 à 30 dollars le baril. **Au final, nous pensons que la production de l'OPEP+ devrait se stabiliser aux niveaux de production actuelle du fait de la nécessité pour Moscou d'avoir accès à cette source de financement.**

LA PRODUCTION DE PÉTROLE DEVRAIT DÉPASSER LA DEMANDE

La relance en Chine, après la levée des restrictions économiques découlant de la politique de zéro Covid, pourrait aider la demande. Pour le moment, ces annonces ont simplement soutenu les cours à court terme, mais n'ont pas entraîné une forte poussée des prix. En effet, à l'inverse, nous tablons sur une récession aux États-Unis et dans la Zone euro. Dans de telles conditions macroéconomiques, la demande en produits énergétiques de base, dont le pétrole, a tendance à baisser, en raison de l'affaiblissement de l'activité économique et pousse les prix à la baisse.

Graphique 4 Evolution de la production de l'OPEP et du cours du baril de Brent



Graphique 5 Evolution du nombre de puits actifs aux Etats-Unis et du cours du baril de WTI

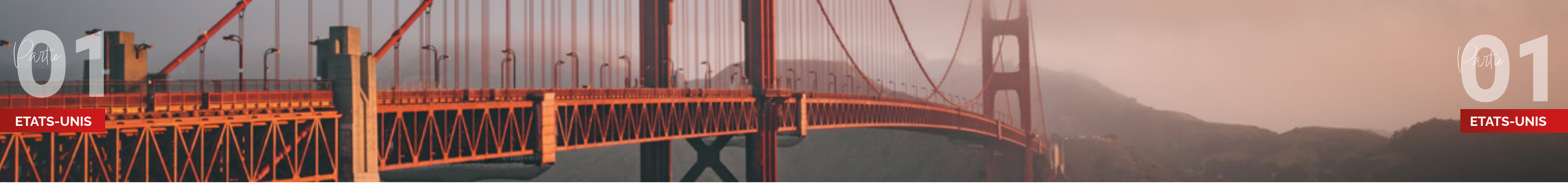
Partie 01

ZOOM SUR

ETATS-UNIS : COUP DE FREIN SUR L'ACTIVITÉ

En 2022, l'économie américaine s'est retrouvée en surchauffe. Face à une inflation qui est davantage endogène qu'en Europe, étant la conséquence de choix politiques passés, la Réserve fédérale américaine est en capacité d'y répondre par une hausse historique de son taux directeur. Celle-ci, contraignant fortement la capacité des ménages et des entreprises à investir ou consommer, conduira l'économie vers la stagnation en 2023, ce qui stabilisera ensuite la hausse des prix vers l'objectif de la Fed (2%).

Au niveau politique, le Président Biden a perdu la courte majorité dont il disposait aux deux Chambres à l'issue des élections de mi-mandat, qui se sont tenues en novembre. Bien que les Démocrates aient gardé le contrôle du Sénat, la perte de la Chambre des représentants va probablement ralentir la mise en place des réformes votées en 2022, notamment du vaste plan nommé « Inflation Reduction Act » (IRA).



Partie 01
ETATS-UNIS

PERSPECTIVES

UN RALENTISSEMENT MOINS PRONONCÉ MAIS DURABLE

En 2022, la croissance de l'économie américaine a été de 1,9% (après 5,5% en 2021). Ce chiffre est bien inférieur aux attentes (4,1% espérés fin 2021). **En 2023, l'économie connaîtrait trois trimestres de contraction de son activité.** Toutefois, sur l'année, l'activité progresserait faiblement (+0,4%). Un passage par une courte récession technique semble inévitable et recherché par l'autorité monétaire. L'indicateur composite avancé du Conference board[1] est clair, affichant une baisse de 4% sur 6 mois : la récession arrive. Un tel recul a toujours débouché sur une contraction de l'activité depuis 1970.

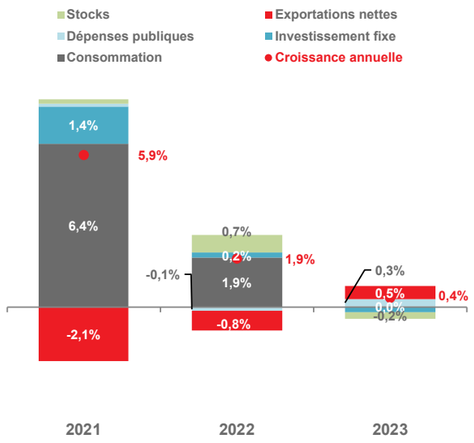
En 2024, l'activité américaine ne devrait pas rebondir (+0,4% en 2023 et 2024).

Contrairement aux estimations de la Réserve fédérale (0,5% en 2023, puis 1,6% en 2024), selon notre scenario, les conséquences de la politique monétaire très restrictive de la Fed se feront sentir pendant plusieurs semestres (cf. encadré Fed).

Aux Etats-Unis, la résistance du marché du travail est déterminante pour appréhender la longueur de l'ajustement monétaire en cours.

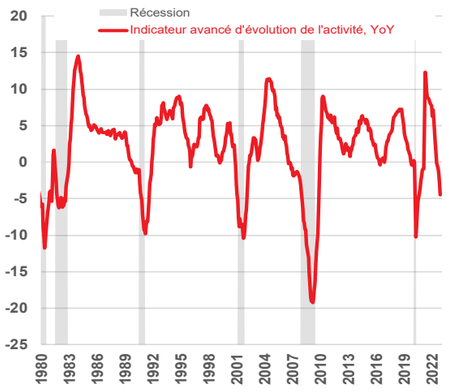
Sous contrainte, l'économie continue de créer massivement des emplois. Ainsi, en décembre 2022, l'économie était au plein emploi et le taux de chômage de 3,5%. La part d'emplois vacants est supérieure à 6%, suggérant que la résistance du marché du travail perdurera au premier semestre 2023.

Graphique 6 L'évolution de la croissance américaine et contributions à l'activité



Sources : BEA, CM Arkéa

Graphique 7 L'économie américaine et récessions constatées aux Etats-Unis



Sources : Conference board. CM Arkéa

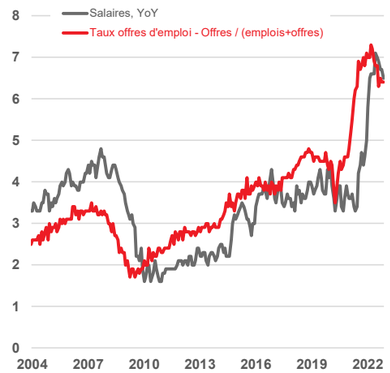
[1] Indicateur avancé de l'économie, calculé à partir de l'évolution de 10 indicateurs économiques (cours boursiers, production, emploi, commandes, confiance des consommateurs, immobilier, etc.)

EMPLOI

UNE SOLIDITÉ TOUJOURS VISIBLE AU PREMIER SEMESTRE 2023

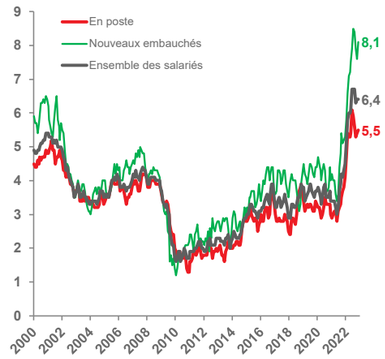
La solidité du marché de l'emploi explique l'enclenchement de la boucle prix/salaires aux Etats-Unis. Les entreprises américaines rencontrent des difficultés de recrutement historiques, provoquant une forte hausse des salaires d'embauche (+8,1% en novembre et sur un an, cf. graphique 9).

Graphique 8 Evolution de l'emploi américain



Sources : Fed Atlanta, BLS, CM Arkéa

Graphique 9 Evolution annuelle des salaires américains



Sources : Fed Atlanta, CM Arkéa

CONSOMMATION

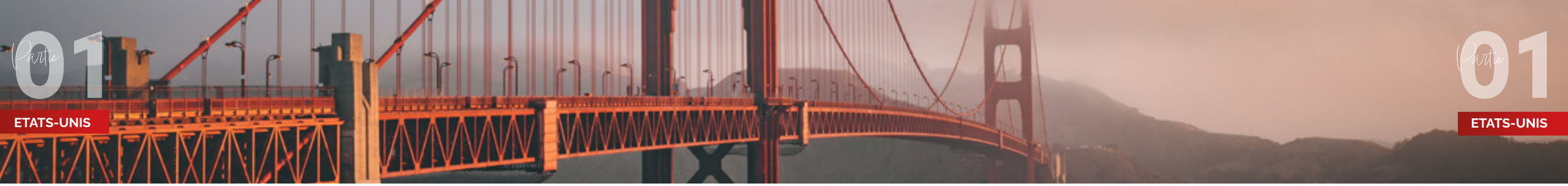
LA CONFIANCE S'EFFONDRE

Cette dynamique favorable sur le marché du travail ne s'accompagne pas d'une augmentation de la confiance des ménages. Pire, cette mesure, reflétée par l'indice de confiance de l'Université du Michigan[2] qui reflète les anticipations de consommation, a atteint un niveau historiquement bas au second semestre 2022, en raison de l'ampleur de la dynamique inflationniste américaine. Dès lors, le pouvoir d'achat des ménages américains se dégrade. Ces derniers affichent un taux d'épargne inférieur à celui enregistré en moyenne avant l'émergence de la Covid-19. Le filet de sécurité constitué par l'épargne accumulée pendant la crise est déjà consommé pour les ménages les plus pauvres et se réduit pour les autres. Face à cet ajustement, la consommation des ménages américains (70% du PIB) va reculer au premier semestre 2023. De cette baisse de la demande va découler un ajustement de l'investissement des entreprises au second semestre 2023 (voir ci-après). Une remontée du chômage est alors attendue, à 5% de la population active à fin 2023. Elle aura pour conséquence de modérer les hausses de salaire et les perspectives inflationnistes.

Graphique 10 Evolution de la confiance et du taux d'épargne des ménages

Sources : The Conference Board, CM Arkéa

[2] L'indice de confiance des ménages du Michigan était de 50 en juin 2022. Le précédent point bas était de 51,7 en 1981. Autres points de repère, l'indice était de 55,3 au plus bas en 2008 et de 57,6 en 1975 après le premier choc pétrolier.

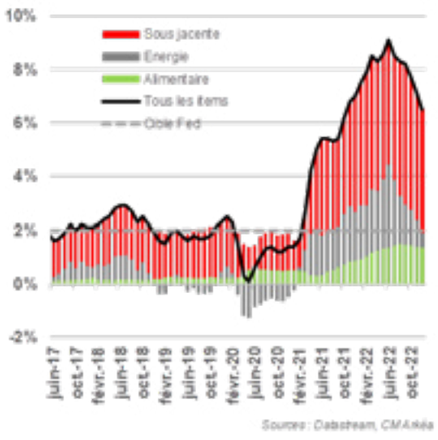


INFLATION

PIC ATTEINT EN JUIN 2022

En juin 2022, l'inflation CPI atteignait 9,1% sur un an. Plus rapidement qu'attendu, l'inflation s'est ensuite modérée jusqu'à 6,5% en décembre 2022. L'inflation sous-jacente (corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentaire) tend également à ralentir (+5,7% en décembre, contre un pic atteint en septembre à +6,6%). Les principales explications à cette modération des prix viennent de la correction du cours du baril de pétrole au second semestre 2022 et de **la dissipation des tensions sur le commerce mondial (cf. page 7), qui a conduit à une baisse du coût du transport maritime**.

Graphique 11 Evolution de l'inflation CPI américaine

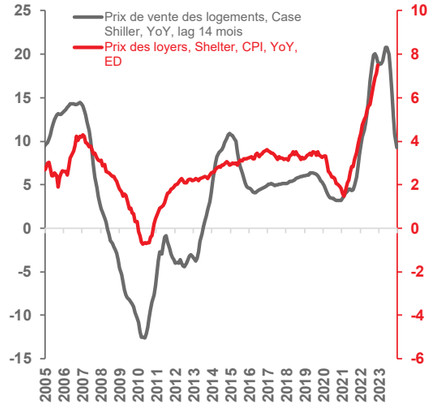


Sources : Datastream, CM Arkéa

Plus spécifiquement, la progression mensuelle des prix des loyers (la composante « shelter » représente 33% de l'indice d'inflation CPI) a été très vigoureuse au second semestre 2022 (+0,7% chaque mois en moyenne). Cette variable est néanmoins considérée comme retardée par rapport à l'évolution réelle des loyers. En effet, l'ensemble des révisions de loyers sont considérées.

Par conséquent, l'évolution des prix de vente des maisons se reflète dans les prix des locations avec retard, lorsque les baux sont renégociés ou renouvelés. Les prix des logements s'étant retournés au second semestre 2022, la composante shelter de l'indice CPI devrait se retourner à son tour en 2023 (cf. graphique 12).

Graphique 12 Evolution des prix des logements et de la composante shelter (loyers) de l'indice des prix CPI



Sources: Case Shiller, BEA, CM Arkéa

En décembre 2022, dans l'industrie manufacturière, les prix à la production étaient en recul, selon les enquêtes ISM (39,4, alors que 50 marque la limite entre progression et diminution attendue sur les prix à la production).

L'évolution des prix dans les services (+7% sur un an en décembre 2022) devrait également s'affaiblir en 2023. La modération de la progression salariale participera à cet ajustement.

IMMOBILIER

RETOURNEMENT EN COURS

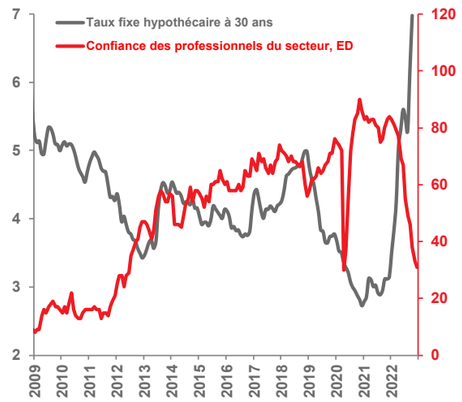
En conséquence de cette forte poussée inflationniste, la Fed a remonté son taux directeur activement (cf. encadré Fed) en 2022. Il est ainsi passé de la fourchette [0 ; 0,25%] à [4,25 ; 4,5%]. L'ensemble des conditions de crédit se tendent en conséquence. L'impact de ces hausses est particulièrement visible sur le marché immobilier américain.

Le taux fixe hypothécaire à 30 ans a largement dépassé fin octobre 2022 (7,2%, cf. graphique 13) celui de juillet 2009 (5,3%). Si les prix de l'immobilier ont continué de progresser sur un an fin 2022 (+9,2% en octobre sur un an), l'ampleur du nombre de logements mis en vente laisse craindre un retournement du marché au cours des prochains mois.

La plupart des ménages américains ne pourront financer des achats avec une hausse concomitante des prix et des taux d'intérêt. En conséquence, les ventes de maisons neuves sont en chute libre.

Fin novembre 2022, seulement 4,09 millions de maisons et appartements ont été vendus sur 12 mois, un plus bas niveau depuis mai 2020. C'est 7,7% de moins qu'en septembre 2022, et 35,4% de moins qu'en novembre 2021.

Graphique 13 Evolution du taux fixe hypothécaire à 30 ans et de la confiance des professionnels du secteur immobilier



Sources : Fed Housing finance board, CM Arkéa

- 7.7% DE VENTES EN MOINS
entre septembre 2021 et 2022

+9.2% SUR LE PRIX DE L'IMMOBILIER
Progression sur un an à fin octobre 2022

Partie 01

ETATS-UNIS

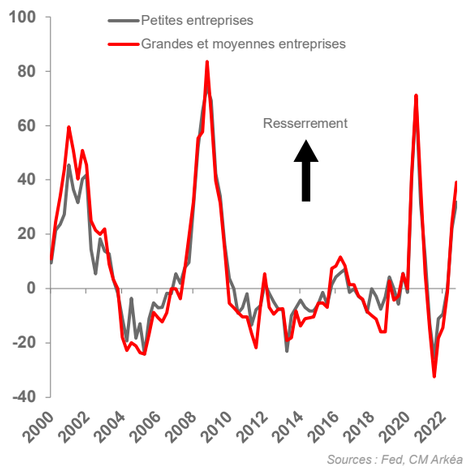
ENTREPRISES

PLAN DE RELANCE POUR AMORTIR LE CHOC

Afin de faire face au ralentissement de la consommation, les entreprises stockent une partie de leur production. Ce mécanisme ne devrait pas durer. Ces dernières devraient limiter leurs nouvelles commandes et investissements en 2023.

La baisse des indices de confiance des chefs d'entreprise symbolise ce retournement. De plus, conséquence de la hausse des taux de la Fed, les conditions d'octroi de crédit des banques vers les entreprises se durcissent, selon la banque centrale (cf. graphique 14). **Au total, l'investissement grèvera l'activité en 2023.**

Graphique 14 **Evolution des prêts à des fins industrielles ou commerciales**



Sources : Fed, CM Arkéa

434 Md$ D'INVESTISSEMENT

Pour le climat et la santé

Un vaste plan d'investissement sur le climat et la santé (dans le cadre de l'Inflation Reduction Act) de 434 Md$ (2,1% du PIB) a été adopté par le Congrès américain. Cette réforme comprend 370 Md$ sur dix ans dédiés à l'environnement et 64 Md$ pour la santé.

Dans le détail, le plan contient de nombreux crédits d'impôt dans les secteurs « verts », mais aussi dans les secteurs émetteurs de CO2 (industrie pétrolière, nucléaire, gaz, etc.), afin de faciliter leur transition. Selon le cabinet Rhodium Group, cette loi permettra de réduire en 2030 les émissions nettes de gaz à effet de serre des Etats-Unis de 32 à 42% par rapport aux niveaux de 2005, contre 24 à 35% sans.

Le Président Biden, qui est revenu dans l'accord de Paris sur le climat quitté par son prédécesseur Donald Trump, a annoncé en avril 2021 que les États-Unis réduiraient leurs émissions de gaz à effet de serre de 50% d'ici 2030, par rapport à 2005.

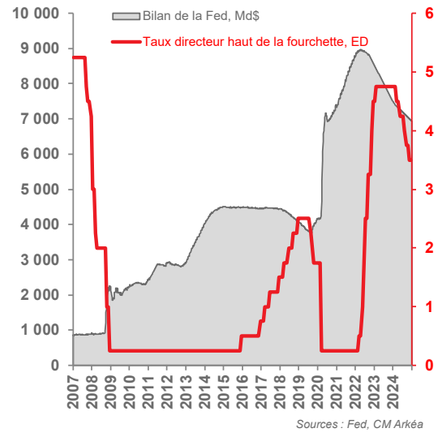
LA FED

LA FED MAINTIENDRA DES CONDITIONS RESTRICTIVES DURANT PLUSIEURS SEMESTRES

Au 1er janvier 2023 :

- **La fourchette de taux des fonds fédéraux était de [4,25% à 4,5%], contre [0% à 0,25%] début 2022 ;**
- **La Fed a amorcé la réduction de son bilan en juin 2022. Depuis septembre 2022, la Fed limite à 60 Md$ par mois ses retraits sur les bons du Trésor américain et à 35 Md$ sur les titrisations hypothécaires.**

Graphique 15 **Prévision de l'évolution de la fourchette haute des taux directeurs et du bilan de la Fed**



Sources : Fed, CM Arkéa

En 2023 :

- La fourchette de taux des fonds fédéraux plafonnerait à [4,5% à 4,75%], demeurant particulièrement restrictive pour l'économie américaine ;

Le bilan de la Fed diminuerait sur l'année d'environ 1100 Md$ à 7 400 Md$ (35% du PIB). Le bilan de la Fed, au plus haut, représentait 9 000 Md$ en 2022.
Le Président de la Fed, Jerome Powell et les membres du FOMC estiment que l'économie américaine est au plein emploi et que le choc inflationniste constitue une priorité absolue, davantage que de préserver la croissance. Ce constat a conduit en 2022 à un resserrement monétaire historique par sa vigueur, le taux directeur augmentant de 450 points de base en quelques mois.

En conséquence d'une inflation toujours forte en 2023, les membres de la Fed conserveront une posture restrictive et prudente. Toutefois, la trajectoire de l'inflation se modèrerait et la dynamique de l'activité faiblirait (cf. partie Etats-Unis). Dès lors, il apparaît probable que les membres du FOMC choisissent de stopper très prochainement les hausses de taux, tout en maintenant les conditions restrictives en place pour éviter un effet de second tour sur l'inflation.

Dans leurs prévisions de décembre 2022, les membres du FOMC indiquaient viser un taux directeur à 5,25% en 2023. Les prévisions de marché étaient alors assez similaires. Nous estimons que la Fed augmenterait ses taux de 25 points de base en février 2023 (contre 50 pour le consensus), puis marquerait une période d'observation quant à la diffusion de l'ensemble des hausses passées dans l'économie. Au final, ces hausses suffiraient à enrayer la dynamique inflationniste exceptionnelle.

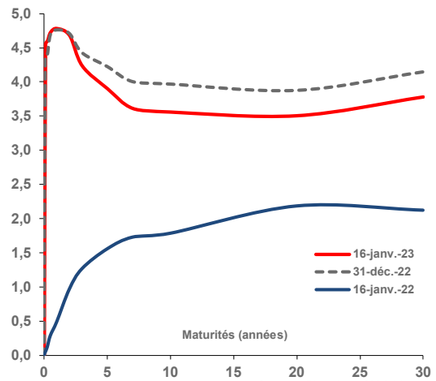
Nous projetons ainsi que les taux directeurs américains se situeront dans la fourchette [4,5% à 4,75%] de février 2023 à février 2024.

Les membres du FOMC estiment que la trajectoire de taux estimée conduira l'inflation sous-jacente en moyenne à 3,5% au quatrième trimestre 2023 et grèvera la croissance à 0,5% sur ce même trimestre. Pour 2024, le scénario de la Fed demeure optimiste. Avec un taux directeur à 4,25% en fin d'année, l'inflation « core » ralentirait à 2,5% au quatrième trimestre 2024 et la croissance serait de 1,6%. **Pour 2024, cette vision sur l'inflation et la croissance nous apparait peu probable.** Nous estimons qu'avec un niveau de taux bien supérieurs au taux d'équilibre de l'économie, la Fed jugulera bien l'inflation en atteignant la trajectoire souhaitée et priorisée, au détriment de l'activité.

En 2023, la Réserve fédérale américaine va également poursuivre la normalisation de sa politique monétaire en diminuant la taille de son bilan. La Fed a débuté ce processus en juin 2022, en ne réinvestissant pas, dans un premier temps, le montant des obligations arrivant à échéance. En mars 2022, le bilan de Fed avoisinait 9 000 Md$. A partir de juin, la Fed a limité à 30 Md$ ses retraits sur les bons du Trésor américain et à 17,5 Md$ sur les titrisations hypothécaires (mortgage backed securities, MBS). Puis à partir de septembre 2022, ce plafond a été augmenté à 60 et 35 Md$ respectivement.

En 2023, il apparaît probable que la Fed continue la diminution de son bilan au même rythme qu'en 2022. Ainsi, il avoisinerait 7400 Md$ fin 2023. Dans un contexte d'inversion de la courbe des taux, cette diminution tend à modérer l'inversion de la pente en exerçant une pression haussière sur la partie longue. Historiquement, les inversions de pentes, moment où les rendements des taux courts sont supérieurs à ceux des taux longs, sont très souvent suivies d'une récession économique.

Graphique 16 **Evolution des rendements obligataires souverains américains selon leur maturité**



Sources : Bloomberg, CM Arkéa

ZOOM SUR

ZONE EURO : LE RALENTISSEMENT DE L'ACTIVITÉ AURA BIEN LIEU

Les perspectives de la Zone euro sont orientées à la baisse, même si l'économie du bloc monétaire a fait preuve d'une résilience inattendue au second semestre 2022. Début 2023, l'activité freinerait sous le poids de la crise énergétique, qui favorise (i) l'inflation et l'érosion du pouvoir d'achat, (ii) la dégradation de la confiance des ménages et des entreprises et (iii) l'arrêt d'une partie de la production industrielle la plus énergivore. De plus, l'activité serait pénalisée par (iv) le durcissement plus fort qu'anticipé de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, ainsi que par (v) la dégradation des perspectives du commerce mondial. Si le risque d'un rationnement énergétique s'est fortement réduit à très court terme (cf. encadré gaz), les inquiétudes demeurent importantes pour l'hiver 2023-2024.

Partie 02
ZONE EURO

PERSPECTIVES

EN 2023, L'ACTIVITÉ RALENTIRAIT FORTEMENT AU SEIN DE LA ZONE EURO

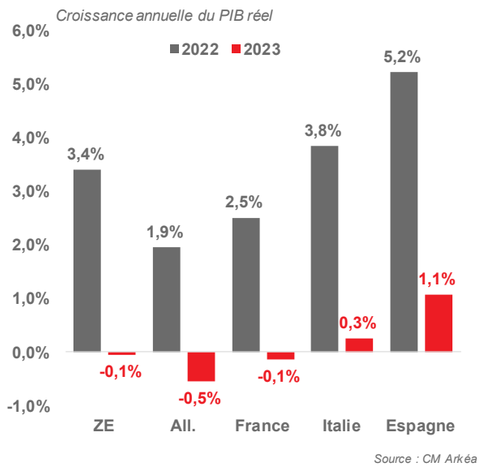
Au 3e trimestre 2022, le PIB de la Zone euro (+0,3% en variation trimestrielle, après +0,8% au 2e trimestre) a confirmé sa bonne résistance, à la faveur du rebond du secteur des services et de la solidité du marché du travail européen. L'activité a été portée par le dynamisme de la consommation des ménages, qui bénéficie de la faiblesse historique du taux de chômage (6,5% de la population active) et de la levée des restrictions sanitaires en Europe, en particulier pour le secteur du tourisme et des loisirs.

Au 4e trimestre, les indicateurs conjoncturels soulignent de nouveau l'affaiblissement de l'activité, même si ce repli semble moins important qu'anticipé, à l'image de l'Allemagne, où l'estimation préliminaire du PIB (0,0% après +0,1%) montre que l'économie a échappé à une contraction au quatrième trimestre 2022.

Du coté des ménages européens, les ventes au détail enregistrent en novembre un repli (-2,8% sur un an), pénalisées par la faiblesse de la confiance des ménages et l'inflation, qui touche désormais fortement les produits alimentaires (cf. graphique).

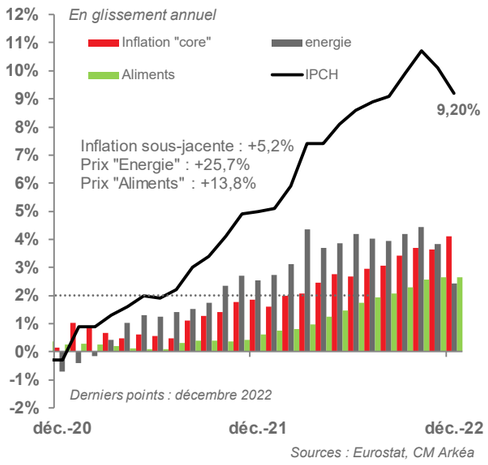
Du côté des entreprises, la production industrielle continue de progresser (+2,0 % sur un an, après +3,6% en octobre), grâce à des carnets de commandes toujours fournis, à la poursuite de la normalisation des goulets d'étranglement et à un rebond de la production automobile. Toutefois, cette dynamique favorable semble s'essouffler, comme le suggèrent les données d'enquête de novembre et décembre : l'indice PMI manufacturier (47,8 en décembre après 47,1) est resté très en dessous du seuil d'expansion de l'activité (50) tout au long du 4e trimestre, en raison notamment de la chute des nouvelles commandes.

Graphique 17 2023, l'activité ralentirait fortement au sein de la Zone euro



Source : CM Arkéa

Graphique 18 L'inflation sous-jacente et les prix des denrées alimentaires soutiennent l'inflation en décembre 2022

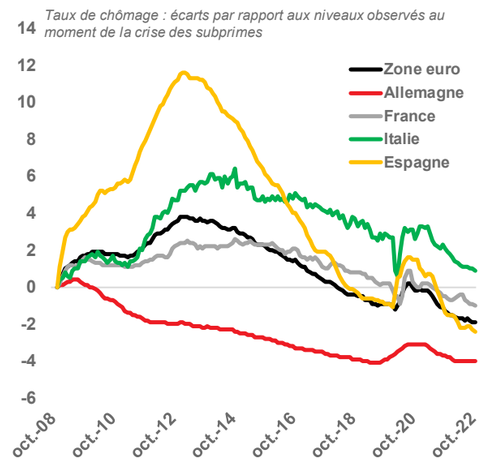


Sources : Eurostat, CM Arkéa

Malgré des résultats meilleurs qu'anticipé en 2022, les perspectives économiques demeurent dégradées pour 2023, en raison notamment de l'essoufflement de la dynamique de rattrapage post-Covid et des effets de la guerre en Ukraine.

L'évolution future de l'inflation demeurera un élément déterminant du scénario de croissance pour 2023. L'important reflux du cours des matières premières, la normalisation des chaînes de production, la baisse des coûts du transport maritime et l'appréciation de l'euro permettront un recul de l'inflation de la Zone euro sur l'ensemble de l'année 2023. Cependant, ce repli serait modéré et l'inflation resterait très supérieure à la cible de la BCE fin 2023, en raison de la hausse de l'inflation sous-jacente et de l'accélération de la hausse des prix des aliments. L'inflation alimentaire devrait en effet de nouveau augmenter au 1er semestre, avec notamment la renégociation à venir des prix entre les producteurs et la grande distribution.

Graphique 19 Le taux de chômage de la zone euro atteint son plus bas niveau depuis la crise des « subprimes »



Sources : Eurostat, CM Arkéa

ACTIVITÉ

LA CONSOMMATION PLIERAIT EN 2023

Du côté de l'activité, la consommation plierait en 2023 sous le poids de l'inflation et du recul de la confiance des ménages, même si la bonne tenue du marché du travail devrait limiter l'ampleur de la contraction. Le pouvoir d'achat des ménages devrait de nouveau être pénalisé en 2023 par l'inflation, qui resterait significativement supérieure à la cible de la BCE (+6,3% en 2023 selon les prévisions de décembre de la BCE).

Le ralentissement de l'activité contribuerait à limiter la progression des salaires, qui resterait inférieure à la hausse des prix à la consommation, malgré un marché du travail dynamique. Le taux de chômage, après avoir atteint un plus bas historique fin 2022 (6,5% de la population active en décembre), progresserait tout au long de l'année, même si les indicateurs avancés suggèrent que la dégradation de l'emploi devrait rester modérée : les enquêtes conjoncturelles de la Commission européenne continuent de souligner les importantes contraintes de recrutement auxquelles sont soumises les entreprises européennes.

Par ailleurs, **la poursuite au 1er trimestre du resserrement de la politique monétaire de la BCE (cf. encadré BCE) pèsera sur les projets immobiliers des ménages, comme sur les investissements productifs des entreprises.**

Ces dernières seront d'autant plus affectées, qu'elles font actuellement face à un effet ciseau avec la baisse de la demande, notamment internationale, couplée à l'explosion des coûts de production consécutive à la crise énergétique et à ses effets de second tour.

Partie 02
ZONE EURO

La baisse de l'investissement devrait néanmoins être limitée par l'urgence énergétique, qui impose des investissements à court terme, ainsi que par les plans de soutien public. **Du côté du commerce extérieur,** le ralentissement de l'activité au sein de la Zone euro affectera fortement les exportations des pays membres.

Au-delà des échanges intra-zone, les exportations seraient pénalisées par la perte de compétitivité-prix liée à la crise énergétique et l'envolée des coûts de production. L'appréciation de l'euro pourrait également jouer défavorablement pour les entreprises européennes en deuxième partie d'année. En parallèle, l'atonie de la demande intérieure européenne viendra freiner les importations.

Graphique 20 Malgré un rebond, la confiance du consommateur européen reste à un niveau historiquement bas.

Sources : Commission européenne, CM Arkéa

Finalement, l'économie européenne s'inscrirait en nette décélération en 2023, avec un recul du PIB de 0,1%, après +3,4% en 2022. Dans le détail, l'activité serait en repli au 1er trimestre 2023, en raison notamment de la persistance des incertitudes concernant l'ampleur de la hausse de la facture énergétique.

La sortie de l'hiver favoriserait une détente de la confiance des ménages et des entreprises, permettant un redémarrage modéré de la consommation, de l'investissement et des industries les plus énergivores.

Le PIB demeurerait en progression pendant l'été, à la faveur du rebond des activités de tourisme et d'une accélération de la production industrielle, en prévision d'un hiver compliqué. Comme en 2022, l'activité fléchirait ensuite, avec un possible risque de rationnement énergétique durant l'hiver 2023-2024.

Par pays, les divergences de croissance révèlent l'exposition des économies aux conséquences de la crise énergétique (poids des énergies fossiles dans la production d'électricité, poids des secteurs énergivores dans le PIB), ainsi que la persistance des goulets d'étranglement.

ALLEMAGNE

En Allemagne, comme depuis 2018, l'économie devrait sous-performer vis-à-vis du reste de la Zone euro, en raison du poids important de l'industrie (environ 22% de la valeur ajoutée, contre 15% en moyenne en Europe) et des exportations dans le PIB allemand (près de 44%). En 2023, l'activité devrait ainsi être affectée par la perte de compétitivité-prix liée à la hausse passée des coûts de production et à l'appréciation continue de l'euro. Le « bouclier de défense » de 200 Md€, déployé jusqu'au printemps 2024, devrait en partie limiter le renchérissement de la production allemande, mais ce soutien public ne protègera pas les exportations contre le ralentissement de la demande mondiale.

En parallèle, l'industrie allemande demeurerait sous pression en raison de la persistance de facteurs conjoncturels défavorables (coûts de l'énergie, difficultés de recrutement, etc.), en particulier dans le secteur automobile (près de 13% du PIB) où des goulets d'étranglement demeurent. Du côté des consommateurs, la hausse attendue des revenus, principalement sous la forme de primes exceptionnelles, ne devrait pas être suffisante pour compenser l'inflation.

FRANCE

Le choc inflationniste a été moins important que dans le reste de la Zone euro, mais la dissipation partielle des dispositifs publics (suppression du dispositif d'urgence « ristourne à la pompe », mais prorogation du bouclier tarifaire) se traduirait en 2023 par une inflation plus persistante, avec un pic plus tardif (1er trimestre 2023, contre 4e trimestre 2022 pour la Zone euro) et un reflux plus lent.

La nouvelle accélération des prix attendue au cours des deux premiers mois de l'année plomberait le pouvoir d'achat et la confiance des ménages, dans un contexte social tendu. En parallèle, le ralentissement de la demande et la hausse des coûts de production pèseraient sur les entreprises françaises et les défaillances poursuivraient leur rebond (70 000 en 2023 après 42 500 en 2022 et contre 57 000 en moyenne sur la période 2015-2019). Finalement, le PIB français fléchirait au 1er semestre 2023 (après –0,3% attendu au 4e trimestre 2022) avant de rebondir pendant l'été. Comme pour la Zone euro, la problématique énergétique resurgirait dès l'automne et certains secteurs industriels énergivores pourraient de nouveau souffrir au 4e trimestre 2023, contribuant à un nouveau fléchissement de l'économie.

ITALIE

L'activité ne bénéficierait plus en 2023 de la dynamique de rattrapage, qui a permis à l'économie italienne de retrouver son niveau pré-Covid-19 mi-2022. L'impact du choc sur les prix énergétiques serait un peu moins fort qu'anticipé à court terme, grâce au renforcement du soutien public aux ménages et aux entreprises, prorogé jusqu'au 30 mars 2023. Au-delà de cette date, les autorités tenteront de réduire leurs dépenses.

L'ampleur de la dette publique (environ 145% du PIB à fin 2022 après 150,6% en 2021) fait en effet de l'Italie l'une des économies européennes les plus exposées au durcissement des conditions monétaires.

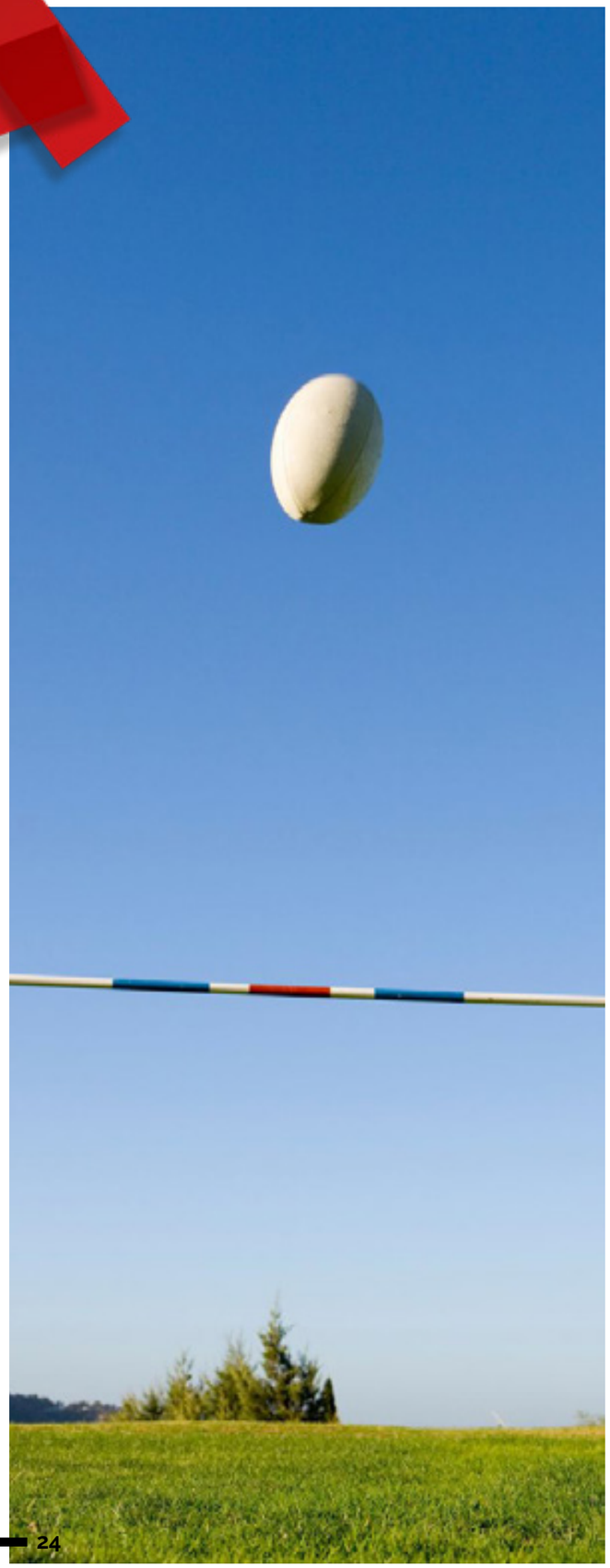
Signe des inquiétudes du marché, l'écart entre le BTP italien à 10 ans (4,6% environ mi-janvier) et le Bund allemand de même échéance (2,5% environ) dépasse les 200 points de base à fin décembre 2022. Dans cette optique, la nouvelle coalition gouvernementale, formée autour de la Première ministre Georgia Meloni (Fratelli d'Italia – extrême droite), donne des gages aux autorités européennes concernant sa volonté de converger vers des niveaux de déficit compatibles avec les règles européennes.

Le projet de budget pour 2023 présenté en décembre joue la carte de la continuité avec le précédent gouvernement de Mario Draghi, même si le renforcement des aides énergétiques se traduit par une révision à la hausse de la prévision de déficit public (-4,5% du PIB contre -3,4% prévu initialement).

ESPAGNE

L'économie résisterait relativement mieux que le reste de la Zone euro, à la faveur d'une dynamique de rattrapage largement incomplète. Parmi les grands pays de la Zone euro, l'Espagne est en effet la seule économie à ne pas avoir retrouvé son niveau pré-Covid au 3e trimestre 2022 (-1,4% par rapport au PIB du 4e trimestre 2019). Malgré le poids des facteurs internationaux défavorables et de l'inflation, l'activité espagnole demeurerait ainsi soutenue par la poursuite du rattrapage du secteur du tourisme international, particulièrement affecté les années précédentes par la crise du Covid-19.

Ce rattrapage du tourisme devrait toutefois être moins important qu'anticipé en raison de la forte dégradation de la confiance des consommateurs et de l'érosion généralisée du pouvoir d'achat. Du côté de la demande intérieure, le consommateur espagnol restera pénalisé par l'inflation, qui a cependant entamé un net reflux depuis son pic, passant de 10,8% en juillet 2022 à 5,8% en décembre.



ENCADRÉ

VERS UN REBOND DE L'EURO

Après avoir atteint un plus bas depuis 20 ans en septembre 2022, l'euro a retrouvé des couleurs face au dollar, mais demeure, en ce début d'année 2023, encore loin des niveaux d'avant-guerre en Ukraine.

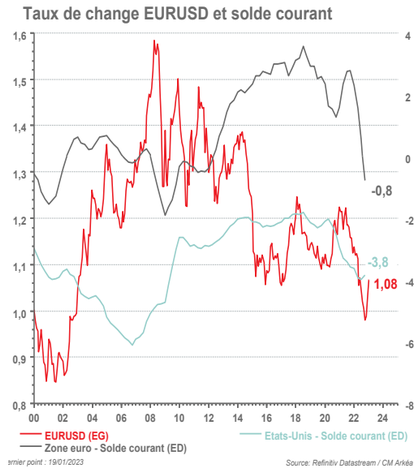
Nous estimons toutefois que le potentiel d'appréciation de la monnaie unique face au dollar reste important et projetons, après une légère phase de baisse en début d'année, un cours euro-dollar qui atteindrait 1,15 fin 2023 et 1,20 fin 2024.

Plusieurs des facteurs ayant affecté la monnaie unique au cours de l'année passée semblent en effet en passe de se dissiper.

LES COMPTES EXTÉRIEURS EUROPÉENS DEVRAIENT ÊTRE MIEUX ORIENTÉS

Les comptes extérieurs de la Zone euro, après s'être fortement détériorés suite à l'explosion de la facture énergétique, devraient s'améliorer. L'évolution des termes de l'échange, c'est-à-dire du rapport entre les prix des exportations et celui des importations, devrait être plus favorable, en raison de la baisse des prix du gaz et du pétrole.

Graphique 21 Taux de change EURUSD et solde courant en % du PIB)



LE PIVOT DE LA FED SOUTIENDRA L'EURUSD

Toutefois, plus que l'évolution du commerce international, nous estimons que le différentiel de taux d'intérêt constituera le principal déterminant de l'évolution de la parité euro-dollar. Ici, l'histoire devrait se jouer en deux temps.

En début d'année, l'atténuation des tensions inflationnistes et le ralentissement de l'activité devraient conduire la Réserve fédérale américaine, comme la Banque centrale européenne, à augmenter leurs taux directeurs de manière moins importante que prévu. Plutôt que les 5,25% visés par les membres de la Réserve fédérale et les 3,5% suggérés par Christine Lagarde en décembre, la Fed et la BCE arrêteraient leurs hausses de taux à 4,75% et à 2,75% respectivement. Mi-janvier, la révision à la baisse de la cible de taux pivot est déjà partiellement intégrée dans les anticipations des marchés monétaires.

Toutefois, l'ajustement des anticipations et donc des taux courts, serait un peu plus marqué en Europe et provoquerait une légère dépréciation de l'euro face au dollar.

A partir du deuxième semestre, le ralentissement de l'activité américaine, consécutif au durcissement des conditions de financement, devrait pousser les acteurs des marchés à anticiper dès 2024 une baisse plus marquée et plus rapide des taux directeurs de la Réserve fédérale relativement à celle de la Banque centrale européenne.

En effet, à 4,75%, les taux directeurs de la Réserve fédérale se situeront à un niveau fortement restrictif, loin du niveau neutre de 2,5%, c'est-à-dire du niveau de taux qui ne soutiendrait, ni ne pénaliserait, l'activité. Le durcissement des conditions de financement lié à la politique monétaire de la BCE serait, en comparaison, moins marqué puisque le taux neutre se situerait autour de 2%.

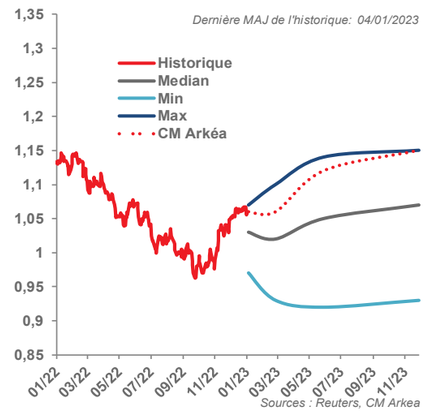
En résumé, l'écart du taux directeur de la Réserve fédérale vis-à-vis de son taux neutre, sera plus important que celui de la BCE. La baisse de taux nécessaire pour l'atteindre sera donc plus marquée aux Etats-Unis relativement à la Zone euro, ce qui conduira à une réduction du différentiel de taux à la faveur de la Zone euro et de la monnaie unique.

DE NOMBREUX RISQUES PÈSENT TOUTEFOIS ENCORE SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET POURRAIENT, S'ILS SE MATÉRIALISENT, SOUTENIR LE DOLLAR.

Les incertitudes géopolitiques demeureront en 2023 et pourraient, en cas de développement négatif, favoriser à nouveau le dollar, valeur refuge par excellence. L'évolution du conflit russo-ukrainien et des tensions sino-américaines restera donc, au moins, un facteur de volatilité potentiel en 2023.

La capacité de l'Union Européenne à assurer son approvisionnement énergétique pour l'hiver prochain constituera également un enjeu de poids et une source supplémentaire de volatilité.

Graphique 22 Projections de taux de change

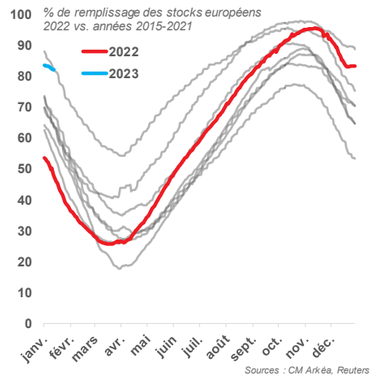


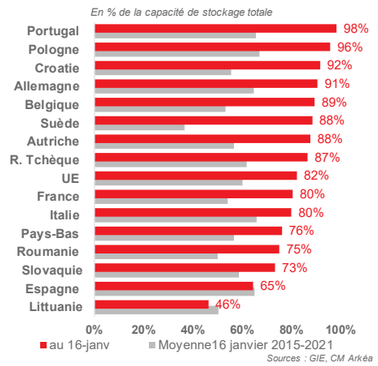
GAZ

L'EUROPE FACE AU RISQUE DE RATIONNEMENT DU GAZ

L'Union européenne (UE) semble en passe de réussir son pari, en traversant l'hiver 2022/2023 sans restriction majeure de son offre énergétique, grâce notamment à des conditions météorologiques clémentes. Si le risque d'un rationnement du gaz se dissipe significativement à court terme, les incertitudes demeurent très importantes pour l'hiver prochain : la disparition quasi-intégrale de l'offre russe ne semble pas pouvoir être compensée par la baisse de la consommation, l'augmentation des flux en provenance des autres fournisseurs et la substitution du gaz russe par le gaz naturel liquéfié (GNL).

Graphique 23 **Les stocks de gaz européens entament l'année 2023 à un niveau élevé**





L'Union européenne bénéficie depuis cet automne de conditions météorologiques favorables, à l'image de la France où les températures ont dépassé les normales de saison de près de 5°C entre mi-décembre et mi-janvier .

Ce contexte climatique et les efforts déployés par les européens pour diversifier et limiter leurs besoins énergétiques se sont traduits par un net repli de la consommation de gaz, au-delà des objectifs fixés précédemment par la Commission européenne : selon Eurostat, sur la période août-novembre la consommation de gaz de l'UE s'est repliée de plus de 20% par rapport à la moyenne des cinq années précédentes (objectif initial de 15%).

Le niveau toujours important des stocks de gaz des Etats membres et la faiblesse de la demande sur le marché européen a entrainé fin 2022 une chute du cours du gaz (-60% environ depuis le début du 4e trimestre 2022), qui revient mi-janvier à des niveaux comparables à ceux observés avant la guerre en Ukraine (cf. graphique). Le cours du mégawattheure de gaz reste néanmoins près de trois fois supérieur à son niveau pré-pandémie (autour de 20€/Mwh).

REBOND DES AUTRES SOURCES DE PRODUCTION ELECTRIQUE

Le risque de rationnement s'atténue ainsi significativement pour cet hiver, alors que le niveau actuel des stocks européens assure à lui seul plus de 50 jours de consommation « normale » de gaz. De plus, l'Europe bénéficie en ce début d'année d'un rebond des autres sources de production électrique, grâce notamment aux éoliennes et à la montée en régime du parc nucléaire français : la réouverture de plusieurs réacteurs permet de nouveau à la France d'exporter de l'électricité vers l'Europe en ce début d'année 2023.

Le risque demeure néanmoins important pour l'hiver prochain : au printemps 2023, la reconstitution des stocks de gaz européens devrait être rendue plus difficile par (i) la disparition quasi intégrale de l'offre russe, (ii) l'incapacité des autres fournisseurs de gaz naturel à augmenter leurs livraisons et (iii) la faible progression attendue de l'offre mondiale de GNL, alors même que la demande devrait augmenter, notamment en provenance de Chine.

Contrairement à 2022, les Etats membres devront en partie faire sans le gaz russe lors du remplissage des stocks durant l'été, alors que les flux transitant par les gazoducs NordStream 1 et Yamal-Europe ont été interrompus, à l'initiative de Moscou. Les gazoducs Brotherhood et Turkstream, transitant via l'Ukraine et la Turquie, restent opérationnels, mais leurs capacités sont très inférieures à celles des réseaux. **Selon l'Agence internationale de l'Energie (AIE), l'Union européenne pourrait ainsi avoir besoin de substituer 30 à 60 milliards de m3 (mmc) de gaz russe en 2023.**

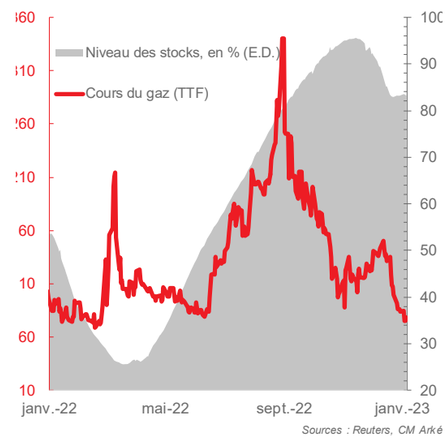
Au-delà de la Russie, les flux arrivant par gazoduc des autres pays partenaires (Norvège, Algérie, Lybie, Azerbaïdjan, etc.) sont proches de leur niveau maximal et ne devraient pas être en mesure de compenser la chute des livraisons russes en 2023.

Du côté du gaz naturel liquéfié, **l'offre mondiale devrait être insuffisante pour combler ce besoin, en particulier en cas de redémarrage significatif de l'économie chinoise.**

Les importations de GNL en UE ont augmenté de 60% en 2022 selon l'IEEFA , pour atteindre environ 155 mmc. Cette progression a notamment été rendue possible grâce à l'explosion des importations en provenance des Etats-Unis (+143%), qui sont devenus le premier fournisseur de gaz liquéfié de l'UE en 2022, devant le Qatar. Malgré d'importants investissements du côté des pays exportateurs (Etats-Unis, Mexique, Nigéria, etc.), la construction de terminaux de liquéfaction est longue et la mise en service de la majorité de ces nouveaux projets ne devrait pas intervenir avant 2025.

Dans ce contexte, l'AIE tire la sonnette d'alarme : **l'augmentation de l'offre mondiale de GNL ne devrait pas excéder 20 mmc, une hausse insuffisante pour satisfaire les besoins européens.** Cette situation est d'autant plus préoccupante que le surplus de production devrait largement être capté par la Chine, qui avait réduit en 2022 ses importations de GNL de près de 20%, dans un contexte de crise sanitaire.

Graphique 24 **Les stocks de gaz européens entament l'année 2023 à un niveau élevé**



LES COURS DU GAZ MAINTENUS À DES NIVEAUX ÉLEVÉS PENDANT L'INTÉGRALITÉ DE L'ANNÉE 2023

Le déséquilibre attendu entre l'offre et la demande mondiale devrait maintenir les cours du gaz à des niveaux élevés pendant l'intégralité de l'année 2023. Un premier rebond pourrait être observé à la sortie de l'hiver, au moment où les Etats reconstitueront leurs stocks. A l'image de l'année 2022, des pics sont attendus sur les prix du gaz à l'approche de l'automne, en particulier en cas de remplissage insuffisant des stocks. Au final, le cours du mégawattheure de gaz atteindrait en moyenne 100€ en 2023, après 130€ en 2022 et environ 50€ en 2021.

Plusieurs aléas pèsent sur le scénario énergétique de l'UE d'ici fin 2023. Les conditions météorologiques resteront un élément central au cours des prochains mois, dans la mesure où elles détermineront le niveau des stocks à la sortie de l'hiver. De plus, l'approvisionnement via le gazoduc Brotherhood, qui transporte toujours du gaz russe vers l'Europe à travers l'Ukraine, demeure très incertain pour 2023 : au-delà d'une éventuelle attaque contre l'infrastructure, les livraisons pourraient être stoppées en raison du profond désaccord entre les deux sociétés russe et ukrainienne Gazprom et Naftogaz.

Enfin, la reconstitution des stocks européens à la fin de l'hiver pourrait être entravée, en cas de nouvelle envolée des cours, par le mécanisme de plafonnement des prix du gaz, qui prévoit que les Etats-membres ne peuvent pas acheter sur les marchés lorsque le prix dépasse 180€/Mwh. Parmi les fournisseurs historiques, la Norvège a notamment mis en garde la Commission européenne.

FOCUS

LES SANCTIONS DE L'UNION EUROPÉENNE VISANT LES IMPORTATIONS ÉNERGÉTIQUES EN PROVENANCE DE RUSSIE

Depuis le 5 décembre, le pétrole brut russe transitant par voie maritime (deux tiers du volume total) ne peut plus être livré dans les ports européens, comme aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume-Uni ou en Australie. Au-delà, le pétrole brut russe est soumis par les pays du G7 à un plafond de 60$ le baril ou 5% sous le prix du marché, lorsque celui-ci évolue déjà en dessous de ce plafond. Finalement, selon l'Iris, les importations de pétrole russe ont été réduites en Union européenne de près de 90% par rapport à la période pré-invasion.

- A partir du 5 février 2023, l'embargo européen concernera également les produits raffinés, notamment le gasoil.
- L'embargo européen sur le charbon russe est entré en vigueur en août 2022.
- Concernant le gaz, la chute des importations s'est faite à l'initiative de Moscou, qui a mis un terme aux livraisons via ses principaux gazoducs Nordstream1 et Yamal-Europe. Les gazoducs Brotherhood et Turkstream continuent de fournir un faible flux, à destination principalement des pays d'Europe centrale.
- Aucune restriction n'est actuellement appliquée sur les importations de GNL russe, qui ont légèrement progressé en 2022 (+12%) tout en demeurant marginales.

LA BCE

DES MARGES DE MANŒUVRE LIMITÉES

En fin d'année, la Banque centrale européenne (BCE) a adopté un discours résolument plus restrictif qu'attendu. Lors de sa dernière réunion, la BCE a procédé, comme attendu, à une hausse de 50 points de base de ses taux directeurs, portant ainsi le taux de dépôt à 2%, son plus haut niveau depuis 2009. A l'instar de la Réserve fédérale américaine, la BCE a réduit son rythme de resserrement, après deux hausses successives de 75 points de base (pb).

Toutefois, la BCE a aussi ajouté dans son communiqué, qu'elle ne souhaitait pas s'arrêter en si bon chemin et que ses taux devraient encore augmenter « sensiblement à un rythme régulier » pour assurer le retour de l'inflation à sa cible. Sa Présidente, Christine Lagarde, a par ailleurs noté que les projections de marché prévalant avant la réunion, qui tablaient sur un taux terminal autour de 3%, apparaissaient trop basses.

Elle a ajouté, de manière plus explicite encore, que les informations à sa disposition pointaient vers une nouvelle hausse de 50 pb lors de la prochaine réunion (en février) et possiblement vers deux autres hausses de même ampleur par la suite, ce qui porterait le taux de dépôt à 3,5%.

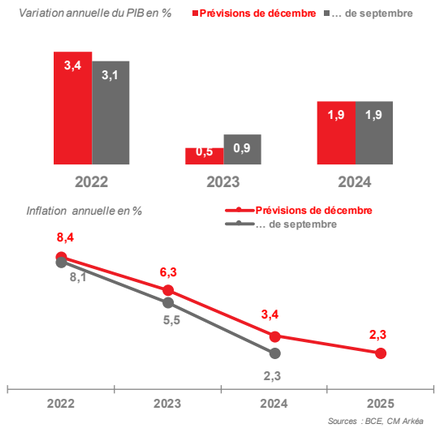
Enfin, et pour marteler ce message bien plus « hawkish » (restrictif), Christine Lagarde a noté que la BCE n'avait pas encore atteint son taux terminal et qu'elle avait plus de chemin à parcourir que la Fed. **Pour justifier cette posture, la Présidente de la BCE s'est appuyée sur les nouvelles projections macroéconomiques de la banque centrale, qui montrent une inflation à la fois plus élevée et durable.** Les services économiques de la BCE tablent ainsi sur une inflation annuelle moyenne de 6,3% en 2023, de 3,4% en 2024 et de 2,3% en 2025 (cf. graphique 25). L'inflation resterait donc au-dessus de la cible des 2% tout au long de l'horizon de projection. La composition de l'inflation serait par ailleurs sensiblement plus domestique à terme.

Ainsi, la BCE estime que, corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation atteindrait 2,4% en 2025.

Cette endogénéisation des tensions inflationnistes traduit, pour partie, l'augmentation des pressions salariales. La BCE estime que le marché du travail resterait tendu (taux de chômage à 6,6% en 2025) et que le coût du travail (mesuré par la rémunération par employé) accélérerait sensiblement, pour atteindre 5,2% en 2023, 4,5% en 2024 et 3,9% en 2025.

Dans ce contexte, les pressions sur les prix des services, où les salaires constituent le principal intrant, seraient persistantes. **Le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation et de la mise en place d'une spirale prix-salaires apparaît donc réel pour la BCE.**

Graphique 25 Prévisions de croissance et d'inflation de la BCE,décembre 2022



Par ailleurs, il ne faut pas perdre de vue que le choc inflationniste auquel fait face la Zone euro est très hétérogène. En novembre, l'inflation harmonisée HIPC atteint 9,2% de la Zone euro. Elle se situe toutefois autour des 20% au sein des pays baltes, à 12,3% en Italie, à 9,6% en Allemagne, mais atteint « seulement » 6,7% en France et 5,6% en Espagne. Les projections de la Bundesbank du 16 décembre, qui alimentent celles la BCE, tablent ainsi sur une inflation à 2,8% en 2025 en Allemagne. Dès lors, on comprend sans mal que certains gouverneurs insistent pour que l'Eurosystème continue d'adopter une politique monétaire toujours restrictive dès que possible.

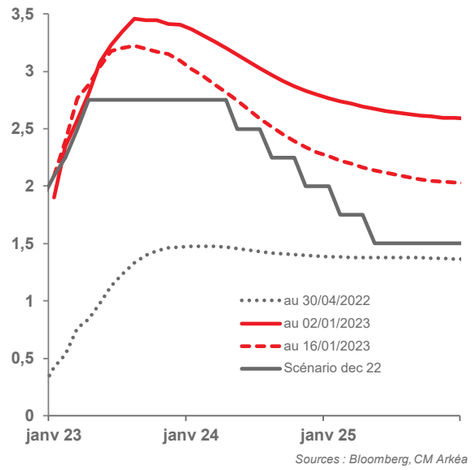
À la suite de la réunion de la BCE, les anticipations des intervenants de marché quant à la trajectoire des taux courts ont été sensiblement ajustées à la hausse. Les marchés monétaires tablent désormais sur trois hausses supplémentaires de 50 points de base, ce qui porterait le taux de dépôt à 3,5% d'ici mi-2023.

LA BCE NE DISPOSERA PAS DES MARGES DE MANŒUVRE POUR AUGMENTER SON TAUX DE DÉPÔT À 3,5%

Cette trajectoire, bien plus agressive que précédemment anticipé, nous parait toutefois trop haussière. Nous anticipons que la BCE s'arrêtera avant, en portant son taux de dépôt à 2,75% (avec une hausse de 50 points de base en février et une autre de 25 points de base en mars). La BCE maintiendrait ses taux à ce niveau pendant une période de temps prolongée. Par la suite, à partir de 2024, la BCE diminuerait progressivement ses taux directeurs sur fond de stabilisation des perspectives d'inflation autour de sa cible.

Le taux de dépôt atteindrait ensuite 1,5% en 2025, un niveau « neutre », c'est-à-dire un niveau qui ne soutiendrait ni ne pénaliserait l'activité.

Graphique 26 Anticipation des taux demarché monétaire (€str) et scénario CM Arkéa



Nous estimons que la BCE a intérêt à ancrer les anticipations de taux à un niveau plus élevé que sa cible « réelle ».

En effet, en communiquant sur un taux entre 3,25% et 3,5%, la Banque centrale européenne remplit un double objectif : elle contribue au durcissement des conditions de financement en augmentant les anticipations de taux et, de ce fait, elle permet de contrôler les anticipations d'inflation.

Nous pensons que la BCE n'aura probablement pas la capacité d'augmenter son taux de dépôt jusqu'à 3,5%. En portant déjà son taux de dépôt à 2%, la Banque centrale européenne s'approche d'un territoire qu'elle définit elle-même comme restrictif.

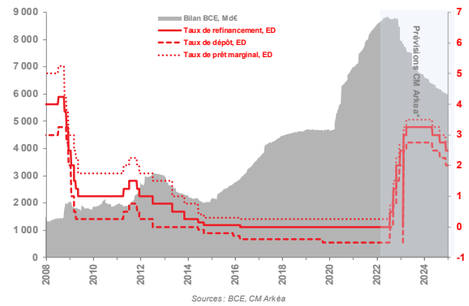
Autrement dit, les taux courts de la BCE sont d'ores et déjà proches d'un niveau qui pénalisera l'activité et par là les effets de second tour sur l'inflation. Or, l'activité en Zone euro faiblit : la BCE elle-même prévoit deux trimestres consécutifs de recul de l'activité au T4 2022 et au T1 2023. Les projections de croissance présentées par la BCE apparaissent néanmoins trop optimistes. Elle table sur une croissance annuelle moyenne de 0,5% en 2023 (contre -0,1% selon nos propres projections). En prenant en compte le délai avec lequel la politique monétaire agit (on l'estime généralement de 4 à 6 trimestres), la BCE n'a donc pas intérêt à durcir trop fortement sa politique monétaire.

LE DURCISSEMENT DES CONDITIONS DE FINANCEMENT PASSE AUSSI PAR LA POLITIQUE DE RÉDUCTION DU BILAN

Enfin, la hausse des taux courts ne constitue pas le seul levier par lequel la Banque centrale européenne durcit sa politique monétaire. En parallèle, la BCE prépare aussi le début de la réduction de son bilan, le fameux resserrement quantitatif (« quantitative tightening »).

Pour ce faire, la BCE procède à une réduction, plus ou moins progressive, des actifs financiers qu'elle a accumulés via ses opérations d'assouplissement quantitatif. Après avoir atteint un niveau record de 8 800 Md€ (soit presque 70% du PIB de la Zone euro) en juin 2022, le bilan de la BCE se dégonfle. Nous estimons que le bilan se réduira d'environ 1 300 Md€ pour atteindre 6 600 Md€ fin 2023 (cf. Zoom page 32 pour plus de détail).

Graphique 27 Graphique bilan et taux directeurs de la BCE



La réduction du bilan sert plusieurs objectifs. **D'abord il s'agit d'exercer une pression haussière sur les taux et en particulier les taux longs, afin de durcir les conditions de financement, ralentir l'activité et lutter contre l'inflation.** De plus, il s'agit aussi pour la BCE d'éviter un aplatissement trop important de la courbe des taux alors qu'elle augmente ses taux directeurs.

En effet, la capacité des banques européennes à financer l'économie dépend pour partie de leurs activités de transformation d'échéance, qui est pénalisée en cas d'aplatissement, voire d'inversion, de la courbe des taux. Autrement dit, la BCE cherche à durcir les conditions de financement sans trop pénaliser le système bancaire.

Un autre argument est que les politiques d'assouplissement quantitatif ont pu contribuer, en favorisant la recherche de rendement et donc la prise de risque, à la formation de bulles spéculatives. Ce phénomène de surévaluation a pu toucher des actifs financiers, mais aussi le marché immobilier. Dès lors, il peut apparaitre important pour la BCE de veiller à ce que ces déséquilibres soient contenus.

Le dégonflement du bilan de la BCE est aussi un enjeu éminemment politique. Une décennie d'assouplissement quantitatif a exercé de fortes pressions baissières sur les taux souverains, ce qui, pour certains gouverneurs, a pu nuire à la discipline budgétaire de plusieurs pays. En finançant, indirectement, les pays de la Zone euro, la BCE a permis de limiter les risques de fragmentation financière.

Toutefois, elle aurait aussi empêché les taux souverains de refléter le niveau de risque inhérent à certains pays et donc limiter les incitations à consolider les finances publiques. Dès lors, alors que la dette publique atteint des sommets historiques dans de nombreux pays (145% du PIB en Italie en 2022), on comprend bien que la question du bilan de la BCE dépasse la seule question de la lutte contre l'inflation.

Mettre un terme à des années d'achat d'actifs n'est toutefois pas une entreprise sans risque. Les récentes difficultés rencontrées par le système financier britannique, bien qu'elles soient plus liées aux atermoiements budgétaires du gouvernement qu'à la politique bilancielle de la Banque d'Angleterre, montrent bien que le « quantitative tightening » n'est pas forcément un long fleuve tranquille. En Zone euro, les risques relatifs à la réduction du bilan se concentrent en particulier sur les conditions de financement des pays dits « périphériques ».

Avec un soutien moins important de la BCE, l'Italie risque, en particulier, d'avoir plus de difficulté à se financer. Au lendemain de la décision de la BCE, un membre du gouvernement italien a ainsi, non sans ironie, exprimé son incompréhension face au drôle de cadeau de Noël que la BCE offrait à son pays en réduisant son bilan. **De son côté, la BCE risque de voir les taux souverains des pays périphériques s'écarter fortement par rapport aux taux de l'Allemagne.** Dans un tel scénario, la fragmentation des marchés financiers nationaux liée à l'écartement des taux nuirait à la transmission de la politique monétaire et pourrait même, à l'instar de la crise des dettes souveraines des années 2010, menacer les fondements de la Zone euro. Ce risque, bien qu'il ne puisse être écarté, nous parait toutefois relativement limité, notamment grâve aux garde-fous mis en place par les autorités européennes (cf. partie taux).

LA BCE

LA RÉDUCTION DU BILAN DE LA BCE

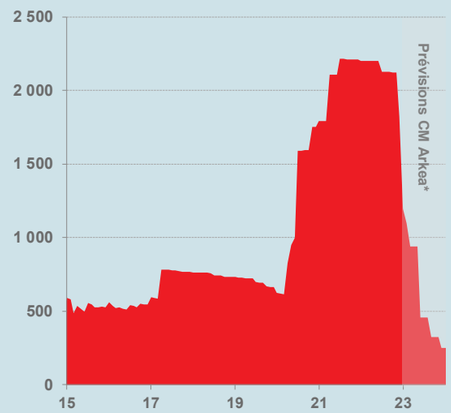
La politique de resserrement quantitatif de la BCE s'articule autour de deux axes : les opérations de refinancement à long terme (TLTRO) et les programmes d'achat d'actifs

Tout d'abord, la BCE a organisé la réduction des actifs qu'elle a accumulés à travers les opérations de refinancement à long terme ciblées (ou TLTRO pour « Targeted Long Term Refinancing Operation »). Dans le cadre de ces opérations, la BCE a fourni aux banques des prêts à moyen terme (deux à trois ans) à des taux avantageux, contre des collatéraux. Au passif de la BCE, les réserves des banques ont augmenté tandis que les titres financiers apportés en collatéral ont été enregistrés à l'actif. L'objectif de ces opérations était d'assouplir les conditions de financement des banques pour qu'elles puissent augmenter leurs activités de prêt auprès des entreprises et des ménages.

À leur pic, en juin 2021, les liquidités apportées dans le cadre de ces opérations ont représenté plus de 2 200 Md€. Aujourd'hui, ces opérations arrivent à maturité et font l'objet de remboursement.

Pour favoriser les remboursements anticipés et éviter que la BCE enregistre des pertes financières dans le cadre de ces opérations avec la remontée des taux, les modalités des opérations de TLTRO ont été récemment durcies. En janvier, le montant des opérations de TLTRO III a déjà reculé de 900 Md€ pour atteindre 1 300 Md€.

Graphique 30 **Opérations de refinancemnet de la BCE et projections (en milliards d'euros)**



** sur la base du SMA de décembre 2022* *Sources : BCE, CM Arkéa*

Le montant des actifs détenus dans le cadre de ces opérations de refinancement devrait rapidement décroître, avec une baisse importante en juin 2023. Selon les analyses du secteur monétaire interrogés par la BCE, les remboursements du TLTRO représenteraient plus de 1 000 Md€ en 2023. En termes de politique monétaire, cela signifie que les coûts de financement des banques seront moins avantageux et que leur activité de distribution de crédit en sera pénalisée.

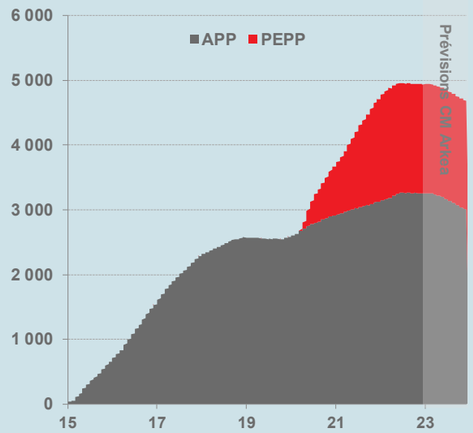
L'autre grand chantier de la BCE est celui des programmes d'achat d'actifs. Dans le contexte de crise des dettes souveraines, puis de la lutte contre la déflation et enfin de crise sanitaire, la Banque centrale européenne a procédé à des opérations massives d'achat d'actifs financiers, majoritairement des titres de dette publique.

Ces opérations ont eu pour but d'assouplir les conditions financières et monétaires et de soutenir, indirectement, soit la croissance (crise sanitaire ou de la Zone euro), soit l'inflation (risque de déflation).

En achetant ces actifs, la BCE a exercé une pression baissière sur les taux longs et a voulu inciter à un rééquilibrage des portefeuilles vers des actifs plus rémunérateurs (et donc plus risqués), favorisant ainsi l'investissement, la croissance et, in fine, l'inflation.

Les actifs financiers en question représentent aujourd'hui environ 5 000 Md€, répartis entre 3 250 Md€ pour le programme « historique » APP (Asset Purchase Program) et 1 700 Md€ pour le programme PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program), déployé face à la pandémie.

Graphique 31 **APP et PEPP, projections**



Sources : BCE, CM Arkéa

Les titres de dette détenus dans le cadre du PEPP seront réinvestis au moins jusqu'à la fin 2024, ce qui signifie que leur montant restera stable. En revanche, et c'est la nouveauté introduite lors de la réunion de décembre 2022, le montant des actifs détenus à travers l'APP va progressivement diminuer. À partir de mars 2023, la BCE procèdera à une réduction de 15 Md€ par mois, ce qui équivaut au non réinvestissement d'environ 50% des remboursements obligataires.

Le montant des réinvestissements sera ensuite ajusté à partir de juin 2023 en fonction des circonstances économiques. Nous pensons que la BCE réduira les actifs détenus dans le cadre de l'APP de 30 Md€ par mois à partir du troisième trimestre 2023, ce qui porterait la réduction totale de ces actifs à 225 Md€.

Au total, le bilan de la BCE se réduirait de près de 1 300 Mds€ en 2023 pour atteindre 6 600 Mds€, un montant qui reste toutefois historiquement élevé.

INFLATION

EN 2022, L'INFLATION EN FRANCE AU PLUS HAUT DEPUIS 1985

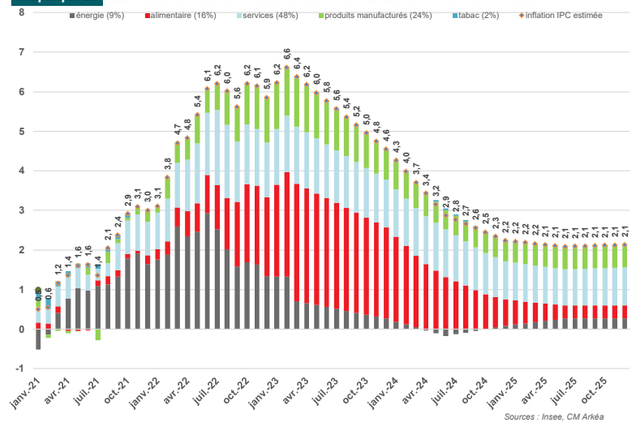
En 2022, l'inflation en France aura été de 5,2%, au plus haut depuis 1985 (5,8%). En 2023, les prix pourraient encore progresser davantage en moyenne (5,7% selon notre estimation).

Après un pic lors des deux premiers mois de 2023, où l'inflation serait proche de 7%, son ralentissement est espéré à partir du mois de mars. Toutefois, celui-ci serait lent. Fin 2023, l'inflation serait de 4% (cf. graphique 28).

Dans sa composition, la dynamique des prix en 2023 serait toutefois très différente de 2022. Les prix de l'énergie devraient stagner, alors que les prix alimentaires pourraient s'envoler.

Du côté des biens industriels et des services, l'inflation serait plus diffuse qu'en 2022.

Graphique 28 Evolution de la contribution à l'inflation CPI en France



Graphique 29 Inflation annuelle en France par composante

	2021	2022	2023	2024
Inflation IPC France	1,6	5,2	5,7	3,1
Energie (9%)	10,7	23,3	7,1	-0,1
Alimentaire (16%)	0,6	6,8	15,8	8,1
Services (48%)	1,2	3,0	2,9	2,4
Produits manufacturés (24%)	0,3	3,0	4,1	2,2
Tabac (2%)	5,6	0,1	1,9	2,0

La baisse du prix du baril de pétrole (75$ en 2023 après 92$ en 2022) permettra de compenser en partie la fin de la ristourne à la pompe de 10 centimes et la modération du bouclier tarifaire en 2023 (hausse des prix du gaz et de l'électricité plafonnée à 15% en 2023). Sur l'année, les prix de l'énergie progresseraient de 7%.

Dans le secteur alimentaire, les prix progresseraient de 16%. Les négociations tarifaires seraient plutôt favorables aux producteurs qui répercuteraient une partie du surcoût des prix à la production enregistré en 2022 et lié à l'envolée des coûts de l'énergie. Par ailleurs, pour les agriculteurs, les prix de vente de la récolte de 2023 seront également liés à l'évolution des prix des engrais et des fertilisants en 2022. Suite à la guerre en Ukraine, ces prix ont bondi, la Russie étant un pays incontournable sur le marché des fertilisants. Selon les chiffres du Fertilizer Institute, le pays représentait avant le conflit 23 % des exportations mondiales d'ammoniac, 14 % de l'urée, 21 % de la potasse et 10 % des phosphates transformés.

La modération des prix du gaz fin 2022 tarde à se traduire par une baisse du prix des fertilisants, normalement concomitante.

Si tel était le cas, cette baisse des prix à la production suggèrerait une moindre inflation des prix alimentaires en 2024.

Du côté des biens industriels, les prix devraient progresser davantage qu'en 2022 (4,1% après 3%). La moindre tension sur les chaînes d'approvisionnement contribuera à la normalisation des prix, avec une certaine persistance liée à la diffusion des coûts de production. Dans le même temps, de nombreuses entreprises font face à une envolée des prix de l'électricité. Selon une étude de l'Insee datant de décembre 2022 , pour 2023, 42 % des entreprises industrielles anticipent au moins un doublement du prix de l'électricité.

Au total en 2023, l'inflation dans les services serait de la même ampleur qu'en 2022 (3%). La hausse des prix de l'électricité serait plus contenue (43 % des entreprises du secteur des services n'anticipent pas de hausses de prix pour l'année 2023 alors que 12 % anticipent au moins un doublement du prix de l'électricité). Par ailleurs, la baisse du pouvoir d'achat des ménages en 2023 devrait notamment pénaliser le secteur du tourisme (7% du PIB) et conduire à une moindre progression des prix.

[1]Refroidissement, note de conjoncture, Insee, décembre 2022

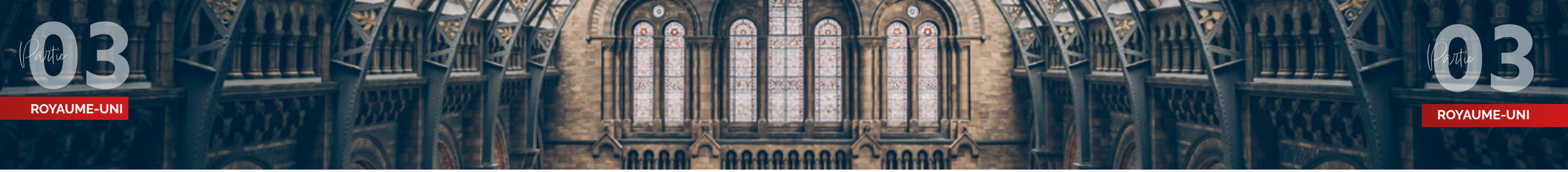
ENCANDRÉ FRANCE
Zone Euro

Partie 03

ZOOM SUR

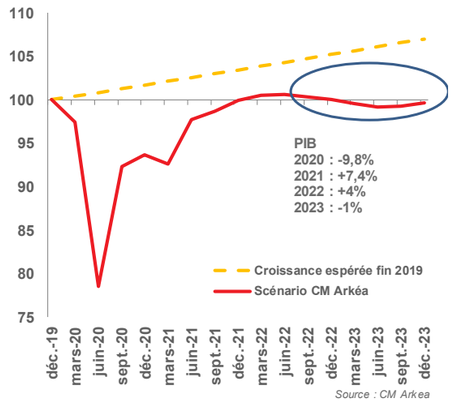
ROYAUME-UNI : RECESSION ET AUSTERITE

Des temps encore difficiles attendent l'économie britannique. Le Royaume-Uni affiche en ce moment les perspectives à court et moyen terme les plus faibles parmi les pays du G7. Le pays ne devrait retrouver son niveau d'avant crise (2019) qu'en 2024, suite à une croissance négative en 2023 une lente reprise l'année suivante. Contrairement aux Etats-Unis et à la Zone euro, le pays a enregistré une contraction de son PIB de -0,3% au troisième trimestre marquant, selon notre scénario, une entrée en récession. Les ménages et les entreprises sont toujours confrontés à de forts vents contraires sur leurs revenus et leur confiance est réduite en raison de (i) la poursuite de la crise du pouvoir d'achat, (ii) du resserrement, passé et à venir, des conditions monétaires et financières et (iii) du revirement budgétaire du nouveau gouvernement. La consommation et l'investissement seront ainsi encore durement touchés cette année. In fine, le PIB devrait continuer de se contracter sur les trois prochains trimestres, au point que la croissance en 2023 serait également négative (-1%) après 4% en 2022.



Partie 03
ROYAUME-UNI

Graphique 32 Evolution de la croissance du PIB du Royaume-Uni en base 100 (100=01-01-2020)



Source : CM Arkea

ESSOUFFLEMENT DE LA DEMANDE PRIVÉE

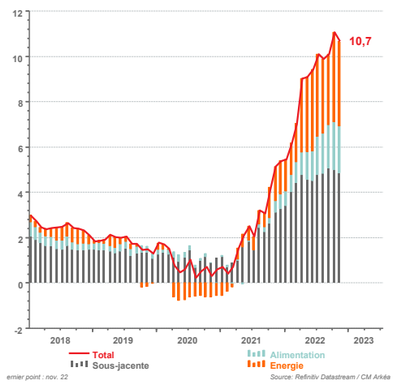
La croissance britannique s'est nettement contractée au troisième trimestre, marquant l'entrée de l'économie en récession. La consommation s'y était repliée et au regard des enquêtes de confiance, cette tendance devrait se poursuivre au cours des mois à venir.

La situation financière des ménages reste en effet toujours contrainte par la forte inflation des produits alimentaires et de l'énergie, malgré les mesures de soutien mises en place par le gouvernement depuis octobre. Bien que l'inflation britannique ait enfin baissé en novembre pour atteindre +10,7%, contre +11,1% en octobre, elle devrait, en moyenne annuelle, rester très élevée cette année à 7,3%, après 9,1% prévus en 2022. L'inflation ne reviendrait pas à l'objectif de 2% de la BoE avant 2024.

En parallèle, la remontée des taux d'intérêt (cf. partie BoE) renchérit le coût des prêts hypothécaires et des loyers, ce qui contribue également à réduire le pouvoir d'achat des ménages.

Selon l'OBR (Office for Budget Responsibility), le revenu réel disponible devrait baisser de 7% au total pour la période 2022-2023 : il s'agit de la plus forte baisse jamais enregistrée depuis 1956.

Graphique 33 indice des prix à la consommation (contribution, ga%)



UN SOUTIEN BUDGÉTAIRE MESURÉ

Ce recul interviendra malgré le maintien anticipé d'une forte croissance des revenus du travail et l'importance des aides de l'Etat annoncées depuis mars face à la hausse du coût de la vie. Après le «mini budget» de Liz Truss qui a provoqué une crise politique, **le Chancelier de l'Échiquier, Jeremy Hunt, a présenté le 17 novembre un autre plan budgétaire, accompagné cette fois de prévisions détaillées pour l'économie et pour les finances publiques.**

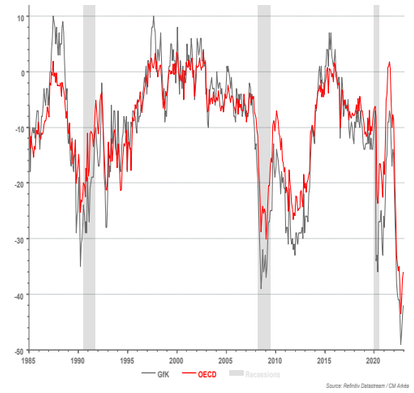
Le plan en deux volets tente d'établir un équilibre entre la nécessité de soutenir à court terme les ménages affectés par la crise énergétique et celle de combler le « trou » budgétaire à moyen terme, afin de réduire le ratio de la dette publique.

Dans un premier temps, le gouvernement va mettre en place un programme de soutien au pouvoir d'achat divisé en trois parties : (i) une prolongation du Energy Price Guarantee (EPC) jusqu'en avril 2024, plafonnant la facture énergétique moyenne à 3 000 livres à partir d'avril 2023 (ii) des subventions ciblées aux ménages les plus pauvres, aux retraités et aux bénéficiaires de prestations d'invalidité (iii) une revalorisation des principales prestations sociales et du salaire minimum.

Dans un deuxième temps, les autorités britanniques vont procéder à un effort de consolidation budgétaire s'élevant à 55 Md£, réparti presque également entre les augmentations d'impôt et les réductions de dépenses. Le gouvernement prévoit ainsi d'augmenter les recettes fiscales de l'ordre de 25 Md£ sur cinq ans, notamment grâce à l'augmentation de l'impôt sur les sociétés (passant de 19% à 25% en avril 2023), mais également en mettant à contribution, sous la forme d'une taxe exceptionnelle, les entreprises pétrolières et gazières. De plus, le gouvernement table sur des économies dans les dépenses publiques (30 Md£), malgré les annonces de dépenses supplémentaires pour le National Health Service (NHS), l'éducation, ainsi que la recherche et le développement. La détérioration continue de la quantité et de la qualité des services publics, l'incertitude entourant les perspectives d'inflation et un changement probable du parti au pouvoir après les élections générales de 2024 jettent un doute légitime sur la crédibilité des prévisions de dépense publique à moyen terme.

Au final, ce soutien semble insuffisant pour compenser l'érosion des revenus due à l'inflation, qui pénalise toujours la confiance des ménages. Malgré une légère amélioration en novembre, l'indice de confiance des ménages du GfK reste proche de son plus bas historique (-44 points), tout comme celui de l'OCDE (-36 points). Le retournement de ces indicateurs est synonyme depuis 1985 de récession à venir (cf. graphique)

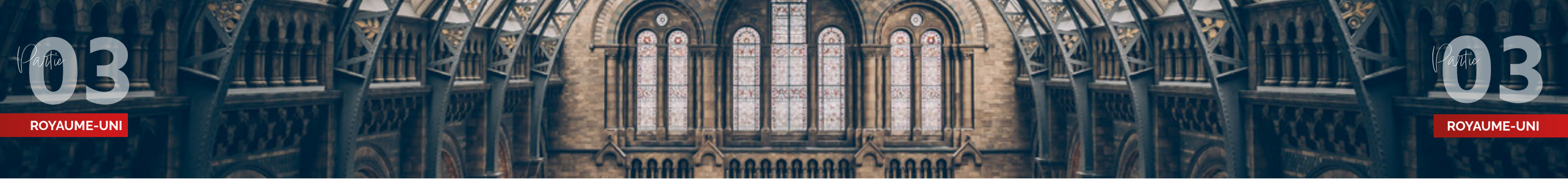
Graphique 34 Indices de confiance du consommateur et récession au Royaume-Uni en base 100 (100=01-01-2020)



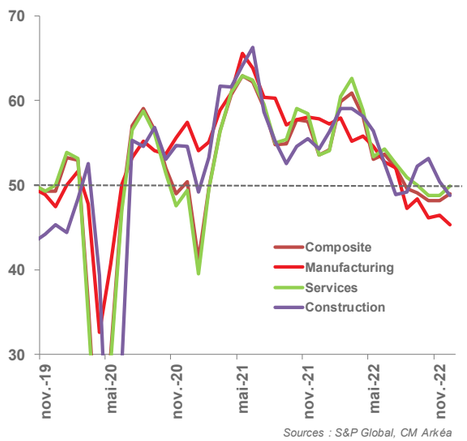
La baisse de la consommation des ménages devrait également affecter l'investissement des entreprises.

Selon les différentes enquêtes de la Confederation of British Industry (CBI), l'optimisme des entreprises continue de chuter dans l'industrie et les services. Lorsqu'elles sont interrogées sur les freins à l'investissement, les entreprises répondent être plus préoccupées par l'incertitude relative à la demande que par les pénuries de main d'œuvre ou les coûts de financement.

Ces conclusions sont confirmées par les enquêtes de S&P Global auprès des directeurs d'achats, qui se tassent après avoir rebondi en début d'année 2022. Les principaux indices PMI évoluaient autour de 58 avant la guerre en Ukraine. Ils ont depuis reflué tendanciellement et tous sont passés sous la barre de 50 (cf. graphique 35), limite séparant expansion et contraction de l'activité.



Graphique 35 Evolution des indices PMI



Sources : S&P Global, CM Arkéa

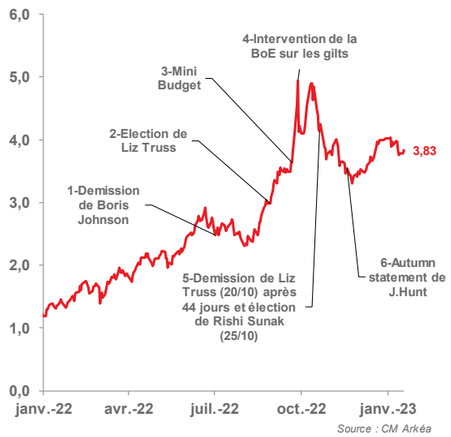
LA BOE ENTRE DEUX FEUX

En 2022, le Royaume-Uni a connu une crise politique inédite qui a menacé la stabilité financière du pays et laissé des séquelles dans la confiance des investisseurs. L'intervention de la Banque d'Angleterre et le changement de Gouvernement ont toutefois permis d'atténuer les tensions, notamment sur le marché obligataire. En septembre, la BoE a ainsi dû venir au secours des fonds de pension britanniques, après que ces derniers aient été lourdement affectés par l'envolée des taux obligataires suite au « mini-budget » du 23 septembre.

Les craintes quant à la soutenabilité des finances publiques sous le gouvernement Truss ont en effet conduit à une vente massive de titres de dette britannique (gilts).

Dans ce contexte, entre le 28 septembre et le 4 octobre, la BoE a acheté des obligations d'État à long terme et des gilts indexés, sur une base temporaire et ciblée, relançant de facto son programme d'assouplissement quantitatif (QE), afin de stabiliser le marché de la dette publique à long terme, où des ventes massives menaçaient de rendre les fonds de pension insolvables et de faire s'effondrer le marché du logement.

Graphique36 Evolution du taux à 20 ans du Royaume-Uni



Source : CM Arkéa

Outre son intervention sur les marchés pour sauver la stabilité financière du pays, la BoE a continué son resserrement monétaire en 2022 et devrait le poursuivre en 2023.

Face à une inflation qui demeure toujours très élevée, le Comité de politique monétaire (MPC) de la Banque d'Angleterre (BoE) a décidé en décembre d'une nouvelle hausse de son taux directeur, de 50 points de base (pb), le portant ainsi à 3,5% (en hausse de 325 pb sur l'année).

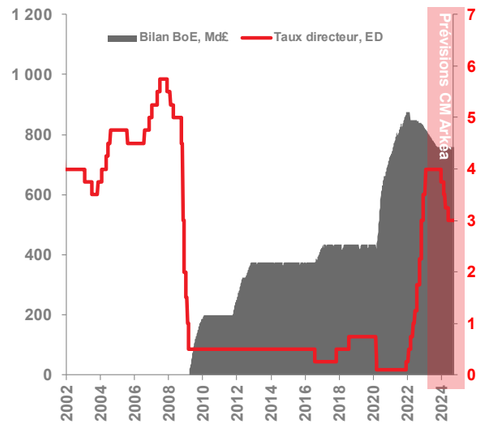
La hausse est moins importante qu'en novembre (+75 pb) car la BoE doit aussi composer avec le risque de récession. In fine, le Comité de politique monétaire reste prudent. Andrew Bailey, Gouverneur de la BoE, a affirmé que l'inflation avait atteint son pic, il s'est dit préoccupé par le fait que les entreprises britanniques risquaient de continuer à augmenter leurs prix trop rapidement pendant trop longtemps.

Dans notre scénario, nous anticipons une nouvelle hausse de taux en février de 50 points base, à 4%, puis une stabilité en 2023 et des baisses de taux directeur en 2024. La récession et le taux d'inflation, qui reculerait nettement au printemps, devraient conforter la BoE dans sa capacité à ramener le taux d'inflation durablement à sa cible de 2% à moyen terme.

En parallèle, la Banque centrale a commencé à vendre des gilts en novembre, marquant sa volonté de réduire avec prudence son bilan (quantitative tightening, QT).

En raison de la débâcle des fonds de pension fin septembre, les titres longs ont été temporairement exclus du QT. Son objectif reste de réduire le stock de titres d'État de 80 Md£ sur douze mois à fin septembre 2023.

Graphique 37 La politique monétaire de la Banque d'Angleterre



Source : CM Arkéa

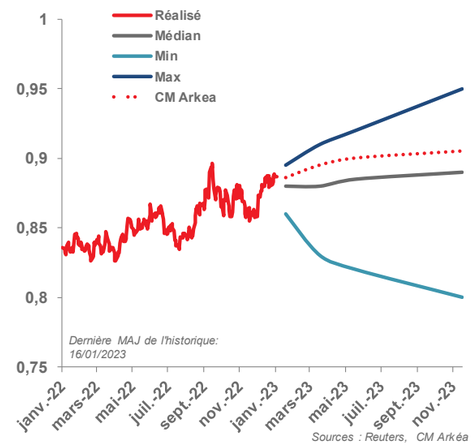
UNE LIVRE STERLING SOUS PRESSION

Selon notre scénario, la devise britannique devrait continuer de se déprécier tendanciellement face à l'euro en 2023. Le Royaume-Uni affiche en ce moment les perspectives à court et moyen terme les plus faibles parmi les pays du G7, tandis que les divergences de politique monétaire se sont estompées.

En 2022, la livre britannique a touché son plus bas niveau depuis 1985 face au dollar, minée par les craintes de récession au Royaume-Uni, tandis que le billet vert est resté prisé, en tant que valeur refuge et en raison du resserrement monétaire de la Réserve fédérale américaine (cf. euro dollar). Le resserrement monétaire de la BoE aura seulement permis d'éviter une chute plus brutale de la livre.

Face à l'euro, la livre sterling est tombée à son plus bas niveau depuis début 2021, toujours en raison de la conjoncture économique plus dégradée au Royaume-Uni et du changement de braquet de la Banque centrale européenne opéré cet été. En septembre, la livre s'est également trouvée sous pression en conséquence du stress financier que le pays a connu.

Graphique 38 Evolution de l'EUR/GBP et prévisions



Sources : Reuters, CM Arkéa

Partie 04

ZOOM SUR

CHINE
REPRISE SOUS CONTRÔLE ?

Au terme d'une année passée au rythme des confinements et des réouvertures, l'économie chinoise devrait enregistrer sa plus faible croissance depuis près de 30 ans. À 3% en 2022, la croissance annuelle moyenne du PIB chinois devrait donc ressortir bien en deçà de l'objectif du gouvernement, qui tablait pour sa part sur un ambitieux 5,5%. Le profil, en dents de scie, de l'activité, traduit bien les à-coups successifs liés aux pics épidémiques et à leurs conséquences en matière de restriction sanitaire. Après avoir fléchi de 2,7% au second trimestre 2022, l'économie a rebondi au troisième trimestre (+3,9%), avec une progression généralisée des composantes de la demande. On observe, du côté de l'investissement, une forte dichotomie entre le secteur de la construction, en forte contraction, et les investissements en infrastructures et dans le secteur manufacturier, qui ont bénéficié du soutien de l'État. **Fin 2022, l'activité s'est à nouveau détériorée (stagnation du PIB au quatrième trimestre) alors que le pays faisait face à un important rebond épidémique.** Les indicateurs mensuels décrivent ainsi un fort ralentissement de l'activité en décembre, avec une contraction des ventes au détail (-1,8% sur l'année), ainsi qu'une nette modération de la production industrielle (+1,3% sur la même période). Du côté du commerce extérieur, la progression de l'excédent sur la période cache un affaissement des flux commerciaux, qui touche aussi bien les exportations (-9,9%) que les importations (-7,5%).

Partie 04
CHINE

L'ABANDON DE LA POLITIQUE ZÉRO-COVID MET LE SYSTÈME DE SANTÉ CHINOIS À RUDE ÉPREUVE

En 2023, les perspectives de l'activité resteront liées en partie aux développements sanitaires. À ce titre, le tournant récent entrepris par les autorités en matière de politique sanitaire constitue une inflexion majeure. En effet, à la suite d'importantes contestations, le gouvernement chinois a annoncé, début décembre, le desserrement puis l'abandon de sa politique Zéro-covid, alors même que le pays fait face à sa troisième vague épidémique. Les mesures de quarantaine et de contrôle de la population ont été fortement allégées, avec des politiques qui se veulent désormais plus ciblées et moins drastiques. De telles mesures devraient permettre un rebond de la demande chinoise.

Néanmoins, d'importantes perturbations à court terme sont à attendre. En effet, rien ne garantit que le système de santé chinois soit prêt à faire face à une détérioration significative de la situation sanitaire. La presse rapporte d'ores et déjà d'importantes tensions sur le système hospitalier et des pénuries dans les pharmacies. La population chinoise, en particulier ses membres les plus vulnérables, est insuffisamment vaccinée. De plus, bien que le vaccin administré à sa population, le sinovax, soit peu efficace, le gouvernement se refuse à utiliser des vaccins à ARN messager, de fabrication étrangère. **Le prix à payer pour la réouverture de l'économie chinoise pourrait donc être élevé.**

Graphique 39 Ventes au détail, production industrielle et nouveaux cas de Covid (données OMS)

LE RALENTISSEMENT DU SECTEUR SE POURSUIVRA SOUS L'ÉTROIT CONTRÔLE DE PÉKIN

L'autre grand enjeu auquel continuera de faire face Pékin en 2023 est celui du ralentissement de l'immobilier. Après des années de forte croissance alimentée par la dette, les autorités ont décidé en 2020 de durcir les contraintes prudentielles afin de limiter les déséquilibres et d'assurer un assainissement du secteur. En conséquence, les conditions de financement des promoteurs immobiliers se sont fortement durcies et ont entrainé des problèmes de liquidité puis de défaut en série, dont la désormais emblématique faillite d'Evergrande. L'activité du secteur s'est fortement contractée, amplifiant les problématiques de financement des acteurs immobiliers. En novembre 2022, les mises en chantier et l'investissement dans la construction enregistrent ainsi un repli sur un an de 39,4% et 9,8% respectivement.

Graphique 40 Indicateurs du secteur immobilier

Les autorités chinoises pilotent toutefois le dégonflement de la bulle immobilière. Ainsi, la Banque populaire de Chine (PBoC) a assoupli sa politique, notamment en réduisant ses taux référentiels de prêt à un et cinq ans. Au cours du deuxième semestre 2022, les autorités ont également dévoilé une série de mesures d'assouplissement visant à fournir des liquidités aux promoteurs et à accélérer l'achèvement des projets immobiliers en cours.

LE POLICY-MIX RESTERA ACCOMMODANT ET SOUTIENDRA L'ACTIVITÉ

La PBoC peut d'autant plus se permettre d'assouplir sa politique que l'inflation reste encore sur un niveau très bas. La croissance annuelle des prix à la production s'est inscrite en territoire négatif pour un troisième mois consécutif en décembre (à -0,7% sur un an) tandis que l'inflation reste relativement basse, à 1,8% sur la même période.

À l'instar de la politique monétaire, la politique budgétaire devrait encore rester expansionniste en 2023 et porter l'activité.

Le soutien des autorités continuerait de se manifester au travers d'une politique d'investissement dans les infrastructures et l'industrie manufacturière, reflet de la volonté chinoise de réduire sa dépendance technologique au reste du monde. A plus long terme, le gouvernement chinois ne perd pas de vue son objectif de rééquilibrage de la croissance vers la consommation des ménages. Reste à savoir si ce discours se traduira par des changements structurels concrets : **en 2021, l'investissement représente encore 40% du PIB en Chine, un niveau particulièrement élevé à l'échelle internationale.**

La demande extérieure devrait contribuer négativement à l'activité en 2023 alors que la croissance des principaux partenaires de la Chine, États-Unis, en tête, souffrira d'une inflation élevée et de conditions de financement moins favorables. À contrario, la réouverture progressive de la Chine et la politique d'investissement devraient soutenir les importations du pays. Dans ce contexte, le solde courant chinois devrait s'éroder tout en restant excédentaire.

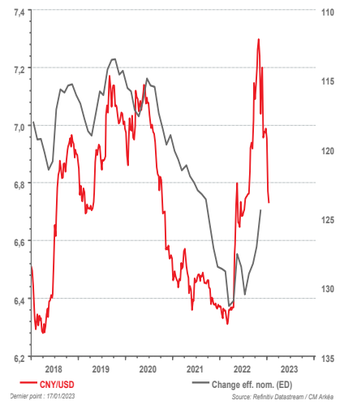
Au total, la croissance de l'activité chinoise en 2023 devrait atteindre environ 4,5%, principalement portée par un rebond de la consommation et le soutien des pouvoirs publics tandis que le secteur immobilier et le commerce extérieur pèseront sur la croissance. Le léger mieux de l'activité ne devra toutefois pas faire oublier les importants déséquilibres macroéconomiques auxquels fait face le pays. Le risque d'une contagion des difficultés du secteur immobilier au reste de l'économie ne peut être écarté. Au sens large, les activités immobilières et de construction représentent environ un quart de l'économie et environ un cinquième des emplois. Le secteur immobilier représente par ailleurs le principal actif des ménages, une source de revenus importante pour les gouvernements locaux, à travers la vente de concessions, et une exposition majeure pour certaines banques, en particulier les banques de petite taille. Au-delà du secteur immobilier, l'endettement massif du pays constitue aussi une source de vulnérabilité. Selon le FMI, la dette publique consolidée du secteur public et celle des entreprises non financières représenteraient, chacune, 110% du PIB en 2022.

ÉVOLUTION DU YUAN

Du côté du marché des changes, nous estimons que le potentiel d'une nouvelle dépréciation du Yuan apparait limité malgré la détérioration attendue de l'excédent courant. Après avoir atteint, autour de 7,3, un plus bas contre dollar en 15 ans en novembre dernier, le Yuan s'est repris et est repassé sous la barre des 7.

La trajectoire de la « monnaie du peuple » restera toutefois fortement sensible aux développements géopolitiques en mer de Chine et pourrait souffrir d'une nouvelle montée de tensions avec les États-Unis autour de l'épineuse question de Taïwan.

Graphique 41 Evolution du Yuan



ZOOM SUR

PAYS ÉMERGENTS
BRÉSIL - RUSSIE - INDE

BRÉSIL

La croissance de l'économie brésilienne devrait sensiblement ralentir en 2023 pour atteindre 1,0% selon le FMI. Comme ailleurs dans le monde, la demande intérieure souffrirait de la hausse du coût de la vie et du durcissement des conditions de financement. L'inflation devrait rester encore élevée en 2023, à 4,7% selon le FMI, et limiter les marges de manœuvre à la baisse de la banque centrale.

La victoire de Lula aux élections d'octobre 2022 devrait conduire à la poursuite d'une politique budgétaire accommodante, qui soutiendra la consommation, mais risquera de gêner la banque centrale dans sa politique de lutte contre l'inflation.

Le maintien d'un solde budgétaire fortement déficitaire posera par ailleurs la question de la soutenabilité des finances publiques brésiliennes : la dette publique a atteint 88% du PIB en 2022, un niveau élevé pour un pays émergent. Du côté des comptes extérieurs, le solde courant resterait déficitaire mais la dette extérieure apparait relativement contenue, à 37% du PIB avec des avoirs de réserve suffisants pour faire face aux besoins de financement du Brésil.

Enfin, au niveau politique, la récente montée des violences, avec l'invasion du Congrès national par des partisans du président sortant Bolsonaro, montre que le climat social reste particulièrement tendu.

Partie 05

PAYS EMERGENTS

RUSSIE

LES SANCTIONS RISQUENT DE LAISSER UNE EMPREINTE DURABLE

La détérioration de l'économie russe a été moins importante qu'anticipé au début de l'année mais n'en reste pas moins substantielle. Au troisième trimestre 2022, le PIB de la fédération s'inscrit ainsi en contraction de 3,7% sur un an selon l'agence statistique russe, alors que le pays fait face aux effets combinés de la guerre et des sanctions occidentales.

Au total, l'économie enregistrerait, en moyenne sur l'année 2022, une contraction de 3,2% selon le FMI : l'affaissement de la demande intérieure privée, et notamment de la consommation des ménages, a été partiellement compensé par l'amélioration du solde commercial.

Comme dans le reste du monde, les ménages russes font face à une inflation élevée, à 12% en novembre et sur un an.

La Banque Centrale russe estime que l'inflation devrait retourner vers 5%-7% au cours de l'année prochaine et atteindre la cible des 4% en 2023.

La relative résilience de la Russie illustre la gestion macroéconomique rigoureuse des dernières années, qui a permis au pays de bâtir ce que certains décrivent comme une véritable « forteresse » économique. Du côté des comptes publics, des règles budgétaires strictes et des hypothèses conservatrices en ce qui concerne le coût du baril (qui représente une part importante des recettes budgétaires) ont permis au pays d'afficher une dette publique très faible (16% du PIB en 2022). Du côté des comptes extérieurs, le pays affiche, là aussi, une dette extérieure extrêmement limitée, à 12,2% du PIB.

La Russie a également accumulé des avoirs de réserve considérables (32% du PIB en 2022) avec une politique de diversification de ses placements : le dollar ne représentait ainsi que 16% de ses avoirs de réserves en 2021. Les sanctions occidentales ont toutefois contraint le pays à faire défaut sur une partie de sa dette en gelant une partie des avoirs de réserves du pays.

En 2023, la Russie afficherait une deuxième année consécutive de contraction selon le FMI (-2,3%). Au-delà de la dynamique des exportations d'hydrocarbures, qui seront affectées par la mise en place de l'embargo européen sur le pétrole russe, les restrictions sur les importations en provenance de l'Occident risquent de pénaliser durablement l'appareil productif russe et son potentiel de croissance.

INDE

LA CROISSANCE RESTERA ÉLEVÉE EN 2023

Après avoir enregistré un recul très important durant la crise de la Covid-19 (-6,6%), le PIB indien s'est bien repris. En 2023, le pays n'échappera pas au ralentissement mondial mais devrait tout de même enregistrer une croissance élevée, à 6,1% selon le FMI.

Le pays profiterait d'une demande intérieure privée encore dynamique et d'une politique budgétaire axée sur les projets d'infrastructures. Comme de nombreux pays, l'Inde devra toutefois faire face à une inflation élevée qui, même si elle se modèrera progressivement, pénalisera la consommation et contribuera au maintien de conditions de financement restrictives. En 2022, la Banque centrale indienne a augmenté son taux de 225 points de base, le portant à 6%. En 2022, le renchérissement des matières premières devrait par ailleurs contribuer à la dégradation des équilibres extérieurs du pays, avec un solde courant qui restera largement déficitaire.

La dette extérieure du pays apparait toutefois largement contenue, à 19% du PIB au T2 2022, avec des avoirs de réserve jugés adéquats par le FMI. Si l'endettement externe apparait maitrisé, la dette publique pose en revanche plus de problèmes. **À 83% du PIB en 2022, elle atteint un niveau élevé et suscite, en conjonction avec un solde budgétaire très largement déficitaire (-10% du PIB sur la même période) des interrogations quant à la soutenabilité des finances publiques indiennes.**

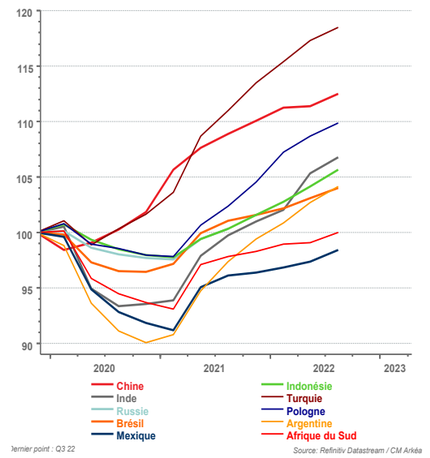
PAYS EMERGENTS

DETTE ÉMERGENTE PAS SORTIE D'AFFAIRE

Depuis la crise du Covid, les pays émergents et en développement ont connu des destins relativement différents. Alors que les économies de certains pays, à l'image du Mexique ou de l'Afrique du Sud, retrouvent à peine leurs niveaux d'avant-crise, d'autres, comme la Turquie, la Chine et la Pologne, l'ont plus largement dépassé.

Les chocs successifs auxquels a été confrontée l'économie mondiale, la crise du Covid, la hausse des prix des matières premières, la guerre en Ukraine et le resserrement monétaire de la Réserve fédérale ont donc affecté de manière très inégale les pays émergents.

Graphique 42 Une reprise post-covid inégale parmi des pays émergents



LES BANQUES CENTRALES ÉMERGENTS ONT FORTEMENT AUGMENTÉ LEURS TAUX FACE À L'INFLATION, MAIS AUSSI À LA RÉSERVE FÉDÉRALE

Les contraintes d'approvisionnement et les tensions sur les matières premières ont entrainé une augmentation généralisée de l'inflation. Cette dernière, qui comporte une forte dimension agricole, est particulièrement problématique dans des pays où la sécurité alimentaire est parfois un enjeu et où, plus largement, les inégalités sont criantes.

Ainsi, l'inflation a fortement accéléré dans la plupart des pays à l'exception notable de la Chine, où elle est passée sous la barre des 2% au cours des derniers mois.

De l'autre côté du spectre, l'Argentine et la Turquie se distinguent par des dynamiques hyper inflationnistes (plus de 80% d'inflation annuelle en novembre) reflétant, au-delà du contexte international, des problématiques propres à ces pays (très forte dépression de la devise et, dans le cas de la Turquie, politique monétaire ultra hétérodoxe).

Bien que l'inflation montre aujourd'hui des signes d'atténuation, elle devrait rester au-dessus, ou dans la fourchette haute, des cibles de nombreuses banques centrales dans les mois à venir. Le niveau élevé des prix des denrées alimentaires restera par ailleurs un enjeu de poids et une menace pour la stabilité politique.

La forte augmentation des prix des matières n'est pas le seul défi auquel ont dû se confronter les économies émergentes. La hausse des incertitudes liées à l'invasion de l'Ukraine ainsi que les perspectives du resserrement monétaire américain ont favorisé un repli des flux de capitaux et mis sous pression les devises émergentes. Dans ce contexte, et avec une inflation galopante, les banques centrales des pays émergents ont, avant même la Fed, fortement resserré leurs politiques monétaires.

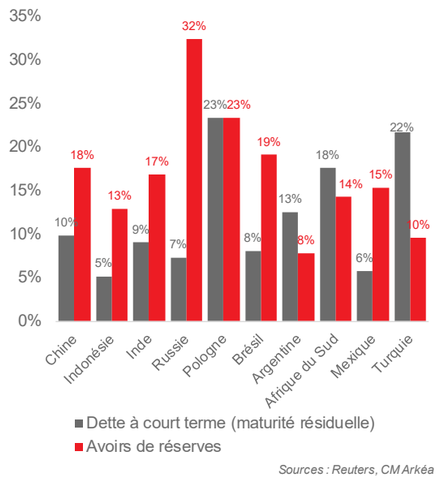
La Chine, la Turquie et la Russie se distinguent toutefois avec, pour des raisons très différentes, des baisses de taux au cours de l'année.

Graphique 43 **De fortes dépréciations des devises émergentes**

LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT INTERROGE SUR LA SOUTENABILITÉ DES DETTES EXTÉRIEURES

La hausse généralisée des taux directeurs n'a toutefois pas suffi à enrayer la dépréciation des monnaies émergentes.

Graphique 44 **Avoirs de réserves et dette à court terme (en % du PIB, 2022)**



Sources : Reuters, CM Arkéa

LES COMPTES EXTÉRIEURS DES PAYS ÉMERGENTS RESTERONT SOUS PRESSIONS AU PREMIER SEMESTRE

En 2023, la dette des pays émergents restera sous pression au cours du premier semestre alors que la Fed atteindra son taux pivot et que le ralentissement de l'activité aux États-Unis et en Zone euro grèvera la demande mondiale. La persistance des tensions inflationnistes limitera aussi la capacité des banques centrales émergentes à réduire leurs taux, en particulier dans un contexte où la marge de manœuvre des finances publiques est souvent limitée.

À partir de la deuxième moitié de l'année, la reprise de la demande chinoise et les perspectives d'une baisse plus rapide qu'anticipé des taux directeurs américains devraient permettre de desserrer les contraintes de financement. Le retour des taux directeurs de la Réserve fédérale vers un niveau jugé neutre devrait permettre aux devises émergentes de regagner des couleurs face au dollar.

Les tensions inflationnistes devraient également se résorber quelque peu, ce qui permettrait donc aux banques centrales d'assouplir leurs politiques monétaires. Les risques pesant sur les pays les plus endettés (Afrique du Sud, Argentine et Turquie) resteront toutefois entiers.

FINANCE

MARCHÉS FINANCIERS
POINT DE SITUATION

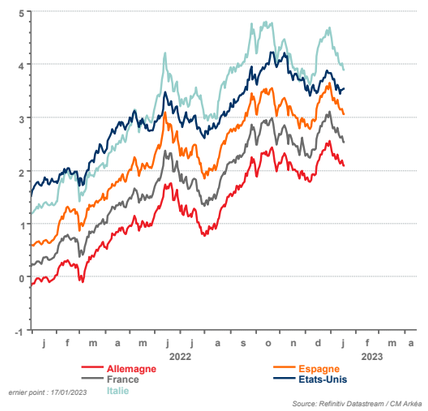
TAUX

VERS UNE STABILISATION DES TAUX LONGS

2022 a été une année mouvementée pour les marchés obligataires, marquée par un retour de la volatilité, une envolée généralisée des taux couplée à un aplatissement voire d'un inversement des courbes.

Ces mouvements ont reflété le violent resserrement monétaire des banques centrales et la hausse tendancielle de l'inflation.

Graphique 45 **Evolution des rendements obligataires souverains à 10 ans**



Aux États-Unis, le taux à 10 ans a atteint un plus haut depuis 2008 en octobre, à 4,2%, avant de refluer quelque peu pour finir l'année à 3,8% (soit 225 points de base de hausse sur l'année), un niveau qui reste élevé. Les signes d'atténuation de l'inflation et la proximité du taux pivot (c'est-à-dire le niveau de taux terminal jugé assez restrictif pour ramener l'inflation à sa cible) de la Fed ont permis ce léger reflux. Dans le même temps, la courbe des taux s'est fortement inversée.

La différence du taux à 10 ans vis-à-vis du taux à 2 ans est ainsi d'environ 70 pb en fin d'année. Une inversion de la courbe des taux est souvent interprétée comme un indicateur avancé de récession à venir. Dans le cas présent, il montre aussi, plus simplement et sans trop s'avancer, que le pic sur les taux courts est proche d'être atteint et que, comme l'indique la Fed dans ses projections de décembre,des baisses de taux sont à attendre dès 2024 dans un contexte de décélération de l'inflation (cf. partie Fed page 17). En 2023, la réduction des taux directeurs de la Réserve fédérale, une moindre croissance et un reflux progressif de l'inflation devraient permettre une détente des taux longs américains, malgré la poursuite de la réduction du bilan de la Fed.

En Europe, le mouvement de hausse a été plus prononcé : le taux à 10 ans du Bund allemand a enregistré une hausse d'environ 270 points de base pour finir l'année près de 2,6%. Cette dynamique, qui se retrouve au sein de tous les pays, est plus marquée encore en Italie, qui voit son taux à 10 ans bondir de près de 350 pb, creusant ainsi l'écart avec l'Allemagne.

Plusieurs pays, dont l'Allemagne, s'approchent ou dépassent par ailleurs le pic atteint en octobre dernier.

Comme aux États-Unis, la hausse rapide des taux directeurs européens, conjuguée à la posture beaucoup plus restrictive adoptée en décembre par Christine Lagarde, a conduit à un aplatissement, voire parfois à une inversion des courbes de taux européennes (notamment en Allemagne) illustrant là aussi la dégradation des perspectives économiques, ainsi que l'approche d'un taux pivot.

LES TAUX SOUVERAINS À LONG TERME RESTERONT SUR DES NIVEAUX ÉLEVÉS EN 2023

En 2023, le maintien des taux directeurs de la BCE sur leur niveau pivot ainsi que le reflux des pressions inflationnistes et la détérioration des perspectives de croissance devraient jouer à la baisse sur les taux longs européens. Toutefois, les anticipations de taux directeurs et d'inflation ne constituent pas les seuls déterminants de la courbe des taux. Celle-ci reflète aussi, comme tout actif financier, un équilibre entre offre et demande.

Or, l'année 2023 sera marquée à la fois par une baisse de la demande et une augmentation très importante de l'offre. D'un côté, la BCE va débuter, dès mars 2023, la réduction de son bilan (cf. partie BCE), avec une réduction des titres qu'elle détient dans le cadre du programme APP.

De l'autre, les émissions de dette des Etats de la Zone euro vont atteindre un niveau très élevé. En France, l'État émettra au moins 270 Md€ de dette à moyen et à long terme, un record historique. Les besoins de financement de l'Allemagne, de l'Italie et de l'Espagne représenteront par ailleurs respectivement 240, 290 et 170 milliards d'euros.

Cette augmentation des besoins de financement traduit tout à la fois les dépenses liées à la crise énergétique, une moindre croissance et une hausse des taux d'intérêt. Dans ce contexte, les émissions de dette, nettes des achats et investissements de la BCE, devraient être très élevées.

Bien que le climat d'incertitude et les niveaux de taux puissent favoriser l'appétit des investisseurs pour les obligations, le surplus d'offre risque quand même de jouer à la baisse sur les prix. Dès lors, les pressions haussières sur les taux européens devraient rester importantes et limiter la détente. Les taux souverains à long terme devraient donc rester sur des niveaux élevés en 2023 : le taux à 10 ans de la France atteindrait 2,9% en fin d'année. Avec une BCE dont le taux pivot sera de 2,75%, la courbe des taux devrait se repentifier légèrement à partir du deuxième trimestre 2023, lorsque les marchés monétaires corrigeront à la baisse pour s'aligner avec une trajectoire de taux plus baissière qu'anticipé.

LES DISPOSITIFS EUROPÉENS PERMETTRONT ÉVITER UNE FRAGMENTATION DES MARCHÉS FINANCIERS

Le niveau élevé des taux d'intérêt, conjugué à des dépenses supplémentaires liées à la crise énergétique, risque par ailleurs de peser de manière plus importante sur les pays dits périphériques. L'Italie, qui, avant le Covid, n'a jamais réussi à afficher un solde budgétaire positif malgré un excédent primaire, souffrira de la hausse des taux d'intérêt, ce qui pourrait ranimer les craintes quant à la soutenabilité de sa dette. Dans ce contexte, nous estimons que des tensions sur les taux périphériques vis-à-vis de l'Allemagne sont probables, mais qu'elles resteraient limitées.

Graphique 46 **Evolution des spreads par rapport au Bund allemand à 10 ans**

En effet, les autorités européennes ont mis en place d'un certain nombre de mesures qui devraient limiter une véritable fragmentation des marchés obligataires. Tout d'abord, le plan de relance européen (NGEU) apporte des solutions de financement plus avantageuses aux pays périphériques.

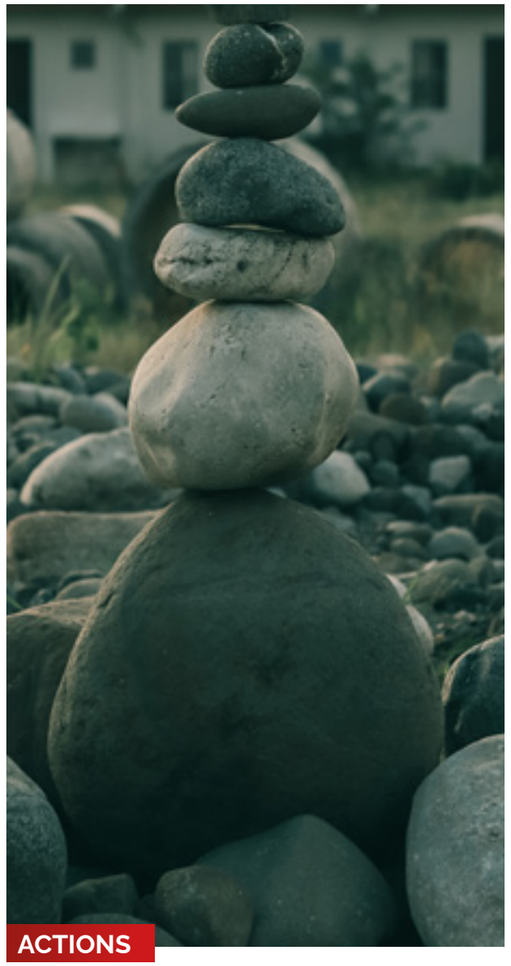
L'Italie, première bénéficiaire en montant, devrait recevoir environ 190 Md€, dont 70 Md€ de subventions. Deuxièmement, la suspension des règles budgétaires européennes a été prolongée pour 2023 et laisse donc une marge de manœuvre plus importante aux États pour faire face à la crise énergétique.

Enfin, la Banque centrale européenne peut ajuster ses achats d'actifs sans clé de répartition entre les pays de la Zone euro, dans le cadre du PEPP. En outre, la BCE s'est dotée, en juillet dernier, d'un outil spécifique, l'**IPT** (Instrument de Protection de la Transmission). Ce programme d'achat illimité peut être activé à la discrétion de la BCE pour contenir des pressions trop importantes sur les taux. Il est toutefois assorti de tout un ensemble de conditions, qui rendent son **activation quelque peu incertaine.**

Dans son communiqué, la BCE indique notamment qu'elle pourra intervenir si la détérioration des conditions de financement (c'est-à-dire la hausse des taux) est jugée comme non justifiée par les fondamentaux des pays concernés, une formulation qui laisse donc la part belle à l'interprétation.

Le point commun des différents garde-fous mis en place par les autorités européennes est le respect du cadre institutionnel européen. Tout porte donc à croire qu'il faudrait qu'un pays rentre en confrontation directe avec Bruxelles pour qu'une hausse excessive des spreads se matérialise.

En la matière, la Première ministre italienne, Giorgia Meloni, semble pour l'instant suivre la voie de la conciliation. Des dissensions ponctuelles avec Bruxelles sont à redouter mais, en l'absence d'un conflit de plus grande ampleur, l'Italie devrait bénéficier des dispositifs de soutien européens.



ACTIONS

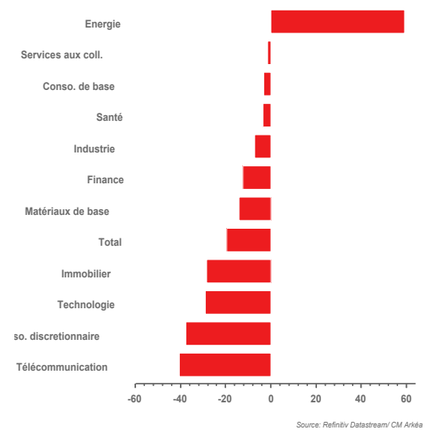
LA FIN DES ENNUIS ?

En 2022, les marchés actions se sont globalement inscrits en baisse, victimes à la fois du conflit ukrainien, de l'emballement de l'inflation et du durcissement des politiques monétaires.

Dans cet environnement incertain, les indices de volatilité (VIX et VSTOXX) sont restés sur des niveaux élevés, quoiqu'en retrait relativement à 2020. Le VIX atteint en moyenne 26 sur l'année, contre 20 en 2021 et 29 en 2020. En 2022, le S&P 500 a reculé de près de 20%, tandis que l'Eurostoxx 50 a enregistré une baisse d'environ 12% et que le CAC40 a cédé 9,5%.

Début 2023, les indices actions ont toutefois nettement rebondit, soutenus par l'atténuation des tensions inflationnistes, la résistance de l'activité et la réouverture, pourtant à haut risque, de la Chine.

Graphique 47 **Variation annuelle 2022 du S&P 500 par secteur**



ETATS-UNIS

Aux États-Unis, la baisse est beaucoup plus marquée en 2022 pour l'indice NASDAQ (plus de 30% de recul), reflétant la nette correction des valeurs technologiques, de consommation discrétionnaire et de télécommunication. Les GAFAM enregistrent ainsi une baisse importante, avec, en 2022, une dégringolade de plus de 60% pour Meta (Facebook), de près de 50% pour Amazon et de 30% à 40% pour Apple, Microsoft et Alphabet (Google).

Cette correction fait suite à deux années de performances exceptionnelles pour le secteur, si bien qu'Apple, Microsoft et Alphabet demeurent encore à des niveaux supérieurs à ceux du début d'année 2020. Autre grande victime de la hausse des taux d'intérêt, le secteur immobilier affiche, au sein du S&P500, une perte de plus de 25% sur la même période. À l'inverse, le secteur de l'énergie a, sans surprise, profité de la forte hausse des prix des matières premières (presque 60% de hausse depuis janvier 2020).

ZONE EURO

En Zone euro, où les mouvements ont été moins prononcés, la hiérarchie sectorielle est quelque peu différente.

Le haut du tableau est toutefois toujours occupé par les valeurs énergétiques tandis que celles liées à l'immobilier et à la technologie ont affiché les baisses les plus marquées. Au total, l'indice Eurostoxx 50 atteint un niveau supérieur de près de 5% à celui pré-covid, tandis que les indices S&P500 et NASDAQ restent supérieurs de 17% et 13% respectivement.

Au-delà du durcissement généralisé des conditions de financement, la baisse des marchés actions sur l'année semble refléter une forme d'une remise en ordre après une année 2021 où la forte hausse des indices actions avait pu surprendre, eu égard à l'évolution des fondamentaux macroéconomiques.

Le ratio cours sur bénéfices attendus à 12 mois, après avoir atteint un plus haut depuis la bulle internet de 2000-2001, a ainsi nettement reflué (cf. graphique 48). Certaines valeurs affichent encore des niveaux de valorisation très élevés. L'entreprise automobile Tesla affiche ainsi un cours boursier encore quatre fois supérieur à son niveau pré-covid, malgré une baisse de 70% sur l'année.

Graphique 48 **Ratio cours sur bénéfices attendus des principaux indices boursiers**

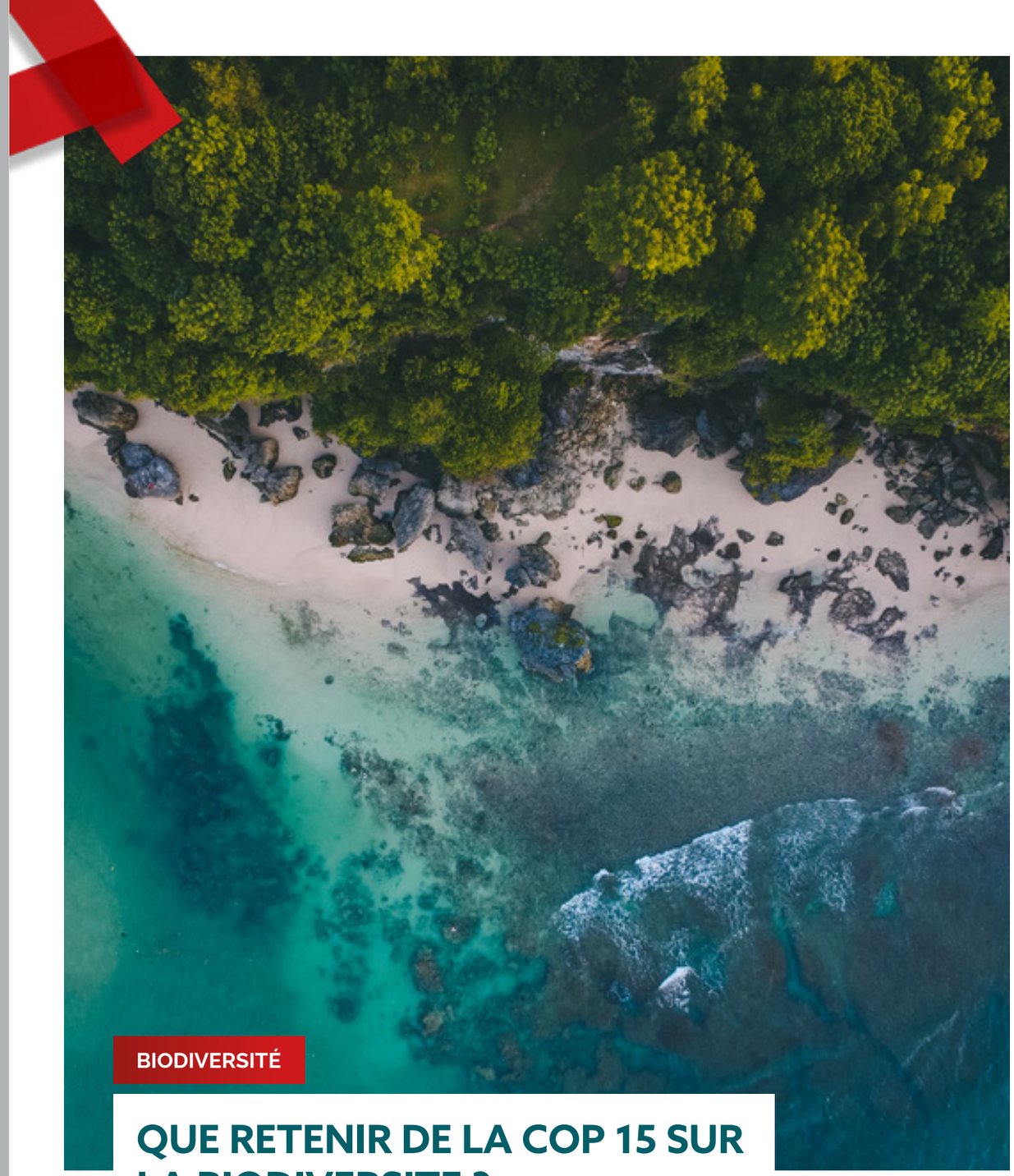
Reste à savoir si la correction observée en 2022 se poursuivra cette année. Une partie de la détérioration de l'activité semble intégrée dans les cours. Toutefois, le fort climat d'incertitude, une inflation toujours élevée et les aléas baissiers sur l'activité économique risquent d'introduire encore un peu de volatilité.

Nous pensons que les actions évolueront en deux temps. Dans un premier temps, la détérioration de la conjoncture devrait pénaliser les indices : les craintes sur l'évolution de l'activité et des bénéfices prendraient le dessus sur la révision à la baisse des attentes concernant le taux pivot de la BCE. Le niveau élevé des taux risque par ailleurs de continuer à affecter les secteurs les plus sensibles au durcissement des conditions de crédit (technologie et immobilier notamment).

À partir du deuxième semestre 2023, les perspectives d'un recul des taux plus rapide qu'anticipé de part et d'autre de l'Atlantique ainsi qu'un rebond de la demande chinoise devraient favoriser une amélioration des marchés actions.

Le potentiel de reprise risque toutefois d'être grevé par la poursuite de politiques de réduction du bilan (« Quantitative Tightening ») entrepris par la BCE et la Fed. Sans ces milliards d'euros de liquidité, l'appétit des investisseurs pour les valeurs les plus risquées, notamment les marchés actions, pourrait être moindre.

Par ailleurs, les questions relatives à la sécurité énergétique du continent européen reviendront sur le devant de la scène en deuxième moitié d'année et risqueront d'introduire de la volatilité. **En conclusion, nous estimons que la performance annuelle des marchés actions sera donc relativement limitée en 2023.**



BIODIVERSITÉ

QUE RETENIR DE LA COP 15 SUR LA BIODIVERSITE ?

La COP 15 de Montréal sur la biodiversité s'est terminée le 20 décembre 2022 par un accord entre 190 Etats. Qualifié par beaucoup d'accord historique pour tenter de stopper la destruction de la nature et empêcher une sixième extinction de masse, ce « cadre mondial pour la biodiversité » inclut une feuille de route avec 4 grands objectifs et 23 cibles d'action pour tenter d'enrayer la destruction de la nature d'ici 2030.

POURQUOI CETTE COP ÉTAIT-ELLE SI IMPORTANTE ?

Il n'a jamais été aussi urgent de lutter contre la perte de biodiversité. La planète connaît un dangereux déclin de la nature dû à l'activité humaine. Elle est confrontée à sa plus grande perte de vie depuis l'extinction des dinosaures. **Un million d'espèces végétales et animales sont aujourd'hui menacées d'extinction, la plupart pourraient disparaître en une décennie, ce qui engendrerait la 6e extinction de masse.** L'existence de l'humanité dépend de la pureté de l'air, de la nourriture et d'un climat habitable, qui sont tous régulés par le monde naturel.

Une planète saine est également précurseur d'économies résilientes. Selon l'ONU, plus de la moitié du PIB mondial, soit 41 700 Md$, dépend d'écosystèmes sains. Des écosystèmes sains sont également essentiels pour atteindre les objectifs de développement durable et limiter le réchauffement de la planète à 1,5°C.

Aujourd'hui la biodiversité est menacée par la déforestation, les pesticides, qui ont aussi pour conséquence la montée des températures. Demain, la biodiversité sera directement menacée par la montée des températures.

UN NOUVEAU CADRE MONDIAL DE LA BIODIVERSITÉ

Présidée par la Chine et accueillie par le Canada, la COP15 a adopté le Cadre mondial de la biodiversité (CMB) de Kunming-Montréal. Le nouveau Cadre mondial se décline en quatre grands objectifs et 23 cibles d'action, il a pour objectif de lutter contre la perte de biodiversité, restaurer les écosystèmes et protéger les droits des populations autochtones. **Les pays se sont mis d'accord sur une feuille de route visant notamment à protéger 30% de la planète d'ici 2030.**

Elle contient également des propositions visant à accroître le financement des pays en développement, un point classique de friction majeur au cours des négociations.

CINQ POINTS CLÉS À RETENIR

1- Protéger 30 % de la planète d'ici à 2030
C'est l'objectif phare du texte : « que, d'ici à 2030, au moins 30 % des zones terrestres, des eaux intérieures et des zones côtières et marines […] soient efficacement conservées et gérées ». Cela se fera « par le biais de réseaux d'aires protégées écologiquement représentatifs, bien reliés et gérés de manière équitable » ce « tout en veillant à ce que toute utilisation durable […] soit pleinement compatible avec les objectifs de la conservation ». L'objectif est donc mondial et non pas national, impliquant que certains en fassent plus que d'autres, ou en fassent davantage sur terre que sur mer.

1- Récolter 20 milliards d'aide internationale annuelle
Les négociations ont été marquées par de longs échanges entre le Nord et le Sud : plus d'ambitions écologiques en retour de plus de subventions internationales et vice-versa. Au final, le texte approuve l'objectif pour les pays riches de fournir « au moins 20 Md$ par an d'ici à 2025 et au moins 30 Md$ par an d'ici à 2030 », soit environ le double puis le triple de l'aide internationale actuelle pour la biodiversité. Il a été demandé au Fonds pour l'environnement mondial de créer un fonds fiduciaire spécial afin de garantir un flux de fonds adéquat et prévisible.

3 - Restaurer 30 % des terres dégradées
Un tiers des terres émergées sont « modérément ou fortement dégradées » par l'activité humaine, selon la FAO. Pour y remédier, le texte prévoit « que, d'ici à 2030, au moins 30 % des écosystèmes terrestres, de mers intérieures et d'écosystèmes côtiers et marins dégradés fassent l'objet d'une restauration effective ».

4 - Réduire les pesticides
Un long bras de fer a opposé l'Union européenne à des pays comme le Brésil, l'Inde ou l'Indonésie. Au final, l'accord prévoit de « réduire les risques de pollution et l'impact négatif de la pollution de toutes les sources, d'ici à 2030, à des niveaux qui ne sont pas nuisibles à la biodiversité ». Pour y parvenir, les signataires doivent, entre autres « réduire de moitié au moins le risque global lié aux pesticides et aux produits chimiques hautement dangereux », notamment par la lutte contre les parasites, en tenant compte de la sécurité alimentaire et des moyens de subsistance. Les pays doivent également « prévenir, réduire et travailler à l'élimination de la pollution plastique ».

5 - Fixer un cadre pour la mise en œuvre
Quasiment aucun objectif fixé à l'accord précédent, en 2010 à Aichi au Japon, n'a été atteint à son terme, en 2020. Tirant les enseignements de cet échec, les pays ont adopté un mécanisme de planification et de suivi commun, avec des indicateurs précis, et une éventuelle révision des stratégies nationales, si les pays ne sont pas sur la bonne trajectoire. Toutefois le texte est moins contraignant que celui sur l'accord de Paris pour le climat.

UNE INACTION COÛTEUSE

Selon une étude publiée en 2020 par World Wide Fund for Nature (WWF), les Etats n'ont strictement aucun intérêt à ne pas agir face à l'érosion de la biodiversité. L'inaction face à la disparition des écosystèmes coûterait au moins 479 Md$ par an au niveau mondial, soit près de 10 000 Md$ d'ici à 2050.

Un montant de perte annuelle équivalent à 0,67 % du PIB mondial d'ici à 2050, selon les experts des universités américaines de Purdue (Indiana) et du Minnesota qui ont collaboré avec l'ONG, menant leurs travaux sur 140 pays.

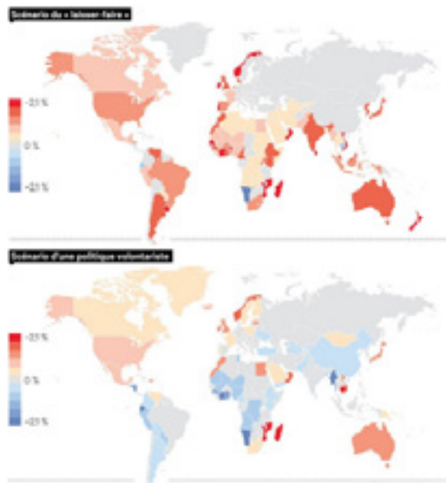
De fait, une nature détériorée ne peut rendre les mêmes services. Les récifs coralliens ou encore les mangroves, en voie d'extinction, ne seront plus assez vivaces pour freiner l'érosion des côtes et limiter les épisodes de submersion.

Cet impact pourrait nuire aux zones cultivées, à la pêche et aux infrastructures proches des océans qui ne cessent de monter. Des dommages que le rapport chiffre à 327 Md$ par an. En parallèle, la déforestation impliquera que les forêts stockeront moins de carbone et donc protégeront moins du changement climatique. Cette perte de performance fera perdre chaque année 128 Md$ à l'économie mondiale.

L'effondrement des espèces d'insectes pollinisateurs va lui aussi être coûteux (15 Md$) tout comme la baisse de la ressource en eau (19 Md$), qui va frapper l'agriculture. Cette situation aura pour résultat d'augmenter les prix de nombreuses ressources et denrées alimentaires de base. A titre d'exemple, les cours du bois et du coton pourraient respectivement croître de 8% et 6% par an. Ceux des graines oléagineuses et des fruits et légumes pourraient monter de 4% et 3%. Des enjeux qui raisonnent avec la situation actuelle, alors que la forte hausse des prix alimentaires risque de menacer la sécurité alimentaire des populations les plus vulnérables.

Note positive selon le rapport, en gérant beaucoup mieux les terres dans le futur et ce dans une optique de conserver les services écosystémiques rendus par les milieux naturels, le PIB mondial aurait un surplus de croissance de l'ordre de 500 Md$ par an. Un effort de préservation dont les pays en développement seraient les grands gagnants.

Graphique 49 **L'impact du recul de la biodiversité sur l'économie (en % du PIB à l'horizon 2050, source WWF)**



LES POINTS CLÉS 2023

La croissance mondiale se dégraderait significativement en 2023 pour atteindre 1,9%, suite à un resserrement monétaire mondial historique en 2022. Sur le front géopolitique, **la guerre en Ukraine s'enliserait et durerait au-delà de 2023.** Les sanctions en place contre la Russie seraient maintenues pendant plusieurs années. En Asie, dans un climat toujours tendu autour du statut de Taïwan, la Chine répèterait ses opérations militaires au large de l'île sans toutefois l'envahir.

L'inflation mondiale décélèrerait en 2023. Les difficultés d'approvisionnement cesseraient sur fond de faible croissance du commerce mondial. De plus, **les prix des matières premières seraient orientés à la baisse.** Toutefois, la question de l'approvisionnement de l'Europe en gaz restera un enjeu de taille, alors que le continent devra à nouveau remplir ses réserves de gaz, cette fois-ci sans faire appel à la Russie.

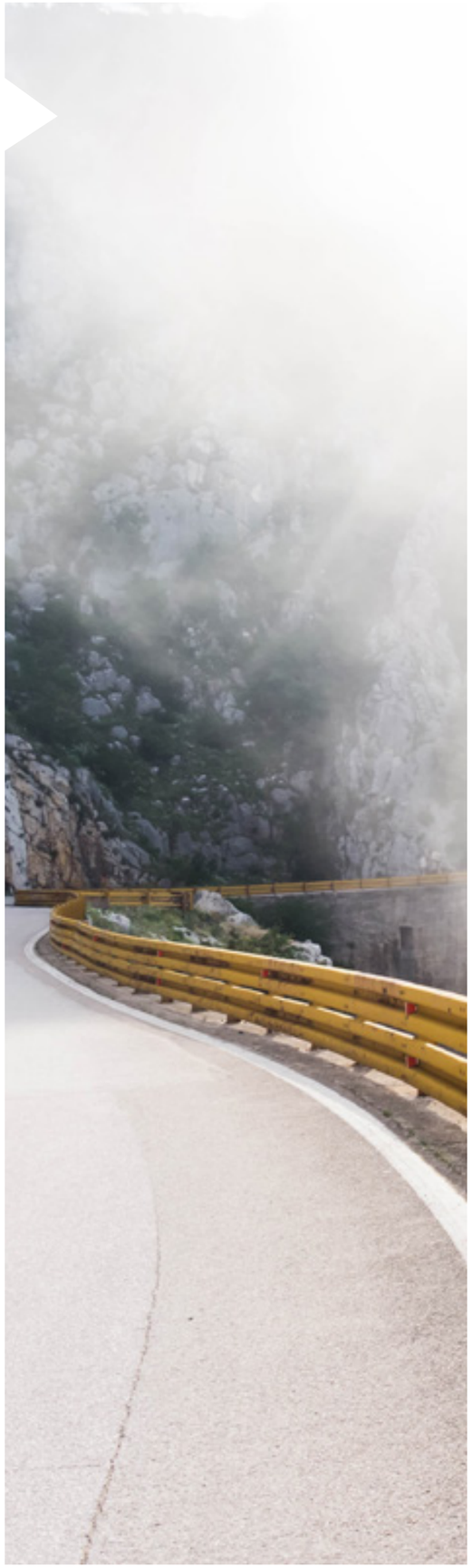
Afin de résorber l'inflation, **les banques centrales des principales économies avancées freineraient l'activité,** jusqu'à la récession technique. Cela contraindrait la capacité des ménages et des entreprises à consommer et investir. **Sur l'année, la croissance américaine serait faible et en contraction en Zone euro et au Royaume-Uni.**

En Chine, l'activité resterait poussive au premier semestre 2023, pénalisée par la résurgence du Covid. Toutefois, dès le second semestre, elle serait très dynamique avec la fin de la stratégie « zéro-Covid » de Pékin et des politiques économiques encore accommodantes, tant du côté de la politique monétaire que de la politique budgétaire.

Du côté des marchés financiers, 2023 rimerait encore avec incertitude. Les Banques centrales, tout en maintenant une posture restrictive sur l'année, stopperaient leurs hausses de taux rapidement en 2023 (taux pivot à 4,75% pour la Fed et 2,75% pour la BCE). En conséquence de moindres hausses de taux qu'attendu, les rendements obligataires diminueraient en début d'année. Par ailleurs, une dynamique d'activité décevante aurait une incidence négative sur le rendement des obligations les plus longues. Inversée en début d'année, la courbe des taux s'aplatirait à la fin du premier trimestre pour quelques mois.

Du côté des actions, une correction est anticipée au premier semestre en raison de la dégradation de l'activité mondiale et d'un discours toujours restrictif des banquiers centraux. **Au second semestre,** un changement de ton et la normalisation toujours en cours de l'inflation devraient permettre **un nouveau rebond.**

L'euro devrait connaître une évolution en deux phases en 2023 face au dollar. Il resterait sous pression au premier trimestre, lorsque la BCE stoppera ses hausses de taux après deux réunions seulement, avant de **se redresser au second semestre sur fond d'anticipation de baisse rapide des taux directeurs américains en 2024.**



NOS PRÉVISIONS DE MARCHÉ

	Croissance	Moy 2006-2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Monde	**3,7**	**2,8**	**-3,0**	**6,0**	**3,3**	**1,9**
	Avancés	**1,6**	**1,7**	**-4,4**	**5,2**	**2,6**	**0,2**
	Emergents	**5,5**	**3,6**	**-1,9**	**6,6**	**3,9**	**3,1**
Avancés	*Etats-Unis*	1,7	2,3	-3,4	5,7	2,0	0,4
Avancés	*Japon*	0,7	-0,4	-4,6	1,7	1,7	-0,1
Avancés	*Royaume-Uni*	1,3	1,7	-9,3	7,4	3,5	-1,0
Avancés	**Zone euro**	**1,1**	**1,6**	**-6,2**	**5,3**	**3,4**	**-0,1**
Avancés	*Allemagne*	1,6	1,1	-3,7	2,6	1,9	-0,5
Avancés	*France*	1,1	1,9	-7,9	6,8	2,5	-0,1
Avancés	*Italie*	-0,1	0,5	-9,0	6,6	3,8	0,3
Avancés	*Espagne*	1,0	2,1	-10,8	5,1	5,2	1,1
Emergents	**Amérique latine**	**2,5**	**0,2**	**-7,0**	**6,9**	**3,5**	**0,7**
Emergents	*Brésil*	2,1	1,2	-3,9	4,6	2,8	1,0
Emergents	**Asie émergente**	**7,7**	**5,3**	**-0,7**	**7,2**	**4,3**	**4,6**
Emergents	*Chine*	8,9	6,0	2,2	8,1	3,0	4,5
Emergents	*India*	7,4	3,7	-6,6	8,7	6,8	6,1
Emergents	**Communauté des Etats Indépendants (CEI)**	**2,9**	**2,6**	**-2,5**	**4,9**	**-2,0**	**-1,1**
Emergents	*Russie*	2,4	2,2	-2,7	4,7	-3,4	-2,3
Emergents	**Afrique du nord / Moyen-Orient**	**3,6**	**1,0**	**-3,0**	**4,2**	**5,0**	**2,0**
Emergents	**Afrique subsaharienne**	**4,6**	**3,2**	**-1,7**	**4,7**	**3,6**	**2,1**
	Prix du baril de pétrole (Brent, $/bbl)	**79**	**64**	**42**	**71**	**101**	**75**

Taux d'intérêt		dec 2021	dec 2022	juin 2023	dec 2023
Etats-Unis	*Fed funds*	0-0,25%	4,25-4,5%	4,5-4,75%	4,5-4,75%
	Emprunts d'Etat à 10 ans	1,50%	3,80%	3,50%	3,00%
Royaume-Uni	*Bank rate*	0,25%	3,50%	4,00%	4,00%
	Emprunts d'Etat à 10 ans	1,00%	3,70%	3,50%	3,10%
Zone euro	*Taux de dépôt*	-0,50%	2,00%	2,75%	2,75%
	Emprunts d'Etat à 10 ans				
	Allemagne	-0,20%	2,10%	2,20%	2,30%
	France	0,20%	3,00%	3,00%	2,90%

Change		dec 2021	dec 2022	juin 2023	dec 2023
	EUR/USD	1,14	1,07	1,08	1,15
	EUR/GBP	0,84	0,89	0,9	0,9

Actions		dec 2021	dec 2022	juin 2023	dec 2023	2023/2022
	CAC40	7 150	6 450	6 200	6 800	5,4%
	Eurostoxx 50	4 300	3 800	3 650	4 000	5,3%
	S&P	4 750	3 850	3 800	4 100	6,5%
	Nasdaq	15 650	10 500	10 000	11 500	9,5%

Source : CM Arkéa

Découvrez

NOS PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES

HEBDO ÉCO

Informations hebdomadaires
sur les mouvements récents dans le monde

FLASH CHANGE

Informations quotidiennes
sur les opérations en devises

FLASH TAUX

Informations hebdomadaires
sur les marchés de taux

FLASH PLACEMENT

Informations hebdomadaires
sur les principales classes d'actifs

ABONNEMENT À NOS PUBLICATIONS :
sdm.strategie@arkea.com

AVERTISSEMENTS

La présente publication est diffusée uniquement à titre d'information et ne constitue ni une proposition d'investissement ni un conseil aux investisseurs. Il ne s'agit ni d'une offre, ni d'une invitation de la part du Crédit Mutuel Arkéa («Arkéa»), à acheter ou vendre des titres ou des instruments financiers ou à participer à une stratégie de négoce particulière dans une juridiction quelconque. Ce document a été établi sans tenir compte des objectifs, de la situation financière et des besoins d'un investisseur en particulier.

Il décrit des performances passées qui ne préjugent en rien des performances futures et présente des prospectives à court terme qui ne doivent pas être considérées comme des prévisions de performances futures mais comme de simples hypothèses. Ces projections sont soumises à des risques, des incertitudes et d'autres facteurs et reposent sur des conjectures, des considérations et des prévisions liées à des événements futurs et par conséquent incertains. Aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation de ces prévisions. Les résultats qui sont projetés pourraient différer significativement.

Les informations présentées ont été obtenues et étayées à partir de sources que le Crédit Mutuel Arkéa estime fiables, cependant, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et leur exhaustivité. Le Crédit Mutuel Arkéa ne s'engage pas à mettre à jour ces informations après leur publication et décline toute responsabilité pour toute perte découlant de l'utilisation de ce document. Les informations et les opinions contenues dans le présent document sont celles du Crédit Mutuel Arkéa au moment de la rédaction et peuvent être modifiées sans préavis.

PERSPECTIVES ECONOMIQUES
& des marchés financiers

Crédit Mutuel ARKEA

CREDIT MUTUEL ARKEA
Document réalisé par nos économistes
Mise en page par Juliette LE LANN
Études économiques — Direction des Marchés Financiers

Siège social :
1, rue Louis Lichou
29480, LE RELECQ-KERHUON

Crédits photos : Adobe Stock, Pexels