



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

ÉTÉ 2022  
N°13

# PRÉVISIONS MACRO-ÉCO 2022-2023

UNE PUBLICATION DU PÔLE RECHERCHE ÉCONOMIQUE

**LA FED REFROIDIT LES ÉTATS-UNIS  
ET RÉFRIGÈRE LE RESTE DU MONDE**





# NOTRE SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE ET FINANCIER : **LA FED REFROIDIT LES ÉTATS-UNIS ET RÉFRIGÈRE LE RESTE DU MONDE**



**Dr Mathilde Lemoine**  
Group Chief Economist  
+41 58 818 99 66  
+33 140 17 37 07

- # INFLATION ET HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT
- # RÉCESSIONS DIFFÉRENCIÉES
- # SUPRÉMATIE AMÉRICAINE

“We’ve all had the experience of being in a shower where there’s a 20-second lag between the time you turn the faucet and the time the temperature of the water changes, and it’s really hard not to scald yourself or freeze yourself.” Larry Summers.

- › **Triple peine pour la zone euro : inflation importée des États-Unis, hausse des prix de l'énergie spécifique et manque de crédibilité de la BCE**
- › **La Réserve fédérale assume le risque d'engendrer une récession : si les taux directeurs remontent jusqu'à 3.75% / 4%, nos modèles concluent à une récession aux États-Unis au dernier trimestre 2022 et premier trimestre 2023**
- › La surconsommation américaine et la faiblesse des exportations pénalisées par le renchérissement du dollar pourraient creuser le déficit courant américain...  
... et exacerber les tensions sino-américaines, en particulier si les républicains gagnent les élections de mi-mandat
- › **Selon nos prévisions**, et sous la double hypothèse d'un prix du pétrole à 80 dollars le baril fin 2022 et d'un prix du gaz en Europe qui reste près de 5 fois supérieur à sa moyenne de 22 euros observée au premier semestre 2022, **nous anticipons une croissance mondiale anémique de 2.5% en 2022 et de 2.3% en 2023**. L'inflation resterait élevée jusqu'à fin 2022, avant de décélérer modestement en 2023.

## EXECUTIVE SUMMARY

La croissance mondiale a ralenti depuis la fin de l'année 2021 à cause d'un affaiblissement de l'activité américaine et asiatique. Après avoir effacé les stigmates de la pandémie par des plans de relance massifs, l'économie américaine décélère pour se rapprocher de son rythme potentiel. En Asie, le fort taux de vaccination a limité la mise en œuvre des mesures sanitaires, mais la croissance de ce continent a été plombée par la détermination de la Chine à mettre en œuvre sa stratégie zéro-Covid face à un faible taux de vaccination des seniors. Paradoxalement, malgré la guerre russo-ukrainienne et le quadruplement du prix du gaz, la zone euro la croissance est restée dynamique au début de l'année 2022.

**Durant les prochains trimestres, la flambée des prix alimentaires devrait accentuer le ralentissement des pays émergents importateurs de matières premières agricoles, et surtout de ceux particulièrement dépendants des céréales russes et ukrainiennes.** Le retour des restrictions à l'exportation ainsi que le phénomène de stockage ont amplifié les effets de la guerre sur la hausse du prix des matières premières agricoles. L'inflation alimentaire pèse sur la consommation et renforce l'attentisme des entreprises en matière d'investissement. Nous avons calculé que l'inflation alimentaire devrait engendrer un supplément d'inflation cumulée à fin 2022 de 4% dans les pays émergents !

**De plus, la Réserve fédérale a sorti son bazooka pour juguler l'inflation.** L'inflation atteint des sommets, 8.3% en moyenne aux États-Unis depuis le début de l'année, et continue d'être alimentée par une surconsommation de biens malgré la fin des mesures sanitaires qui a enclenché la boucle prix-salaires. Cette inflation résulte d'une demande encore très dynamique des ménages américains et d'une offre qui a du mal à suivre. **La persistance d'une « surconsommation » de biens aux États-Unis a surpris, car la levée des mesures sanitaires aurait dû engendrer une normalisation de la structure de la consommation comme en zone euro.** Le secteur manufacturier a donc été maintenu sous pression comme les transports de marchandises. L'effet conjugué d'une demande dynamique et d'une moindre immigration, auquel s'est ajoutée la « grande démission », ont mis le marché du travail sous tension et enclenché la boucle prix-salaire. La banque centrale américaine cherche donc à refroidir cette demande qui ne se normalise pas et à ancrer les anticipations d'inflation. Elle a surpris les investisseurs avec une hausse des taux directeurs de 75 points de base en juin 2022 et prévoit de continuer à les augmenter jusqu'à 4%. **Selon nos modèles, le prix à payer serait une récession aux États-Unis au dernier trimestre 2022 et premier trimestre 2023. La croissance ne serait alors que de 0.7% en 2023 après 2.1% en 2022.**

Si certaines banques centrales des pays développés comme la Banque nationale suisse ont profité de la porte ouverte par la Réserve fédérale pour renouer avec une politique monétaire plus conventionnelle, la Banque centrale européenne (BCE) est dans une position impossible.

**La position dans le cycle des économies européenne et américaine n'a rien à voir.** L'output gap de la zone euro est encore négatif à -1% selon nos calculs quand il dépasse 1% outre-Atlantique. **La zone euro, la plus exposée à la guerre russo-**

**ukrainienne et qui en parallèle accélère sa transition énergétique, pourrait donc entrer en récession et voir sa croissance ralentir fortement à 1.7% en 2022 puis à 1.4% en 2023.** La BCE se verrait donc contrainte d'entamer son cycle de hausse des taux de dépôts alors que les perspectives économiques se dégraderaient rapidement. Parallèlement, la récession américaine et les craintes d'effets domino dans le monde engendreraient un mouvement de flight to quality poussant le dollar à la hausse. L'inflation importée en zone euro n'en serait que renforcée même sous l'hypothèse d'un prix du baril qui se stabilise à 80 dollars le baril.

Certes, la récession en zone euro devrait être temporaire compte tenu du soutien budgétaire résultant du plan de relance européen Next Generation EU et des « boucliers » contre l'inflation mis en œuvre par l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne notamment. Mais cette crise accentue le retard pris par l'Europe en matière de croissance par rapport à ces partenaires américains et asiatiques. De plus, elle exacerbe la perte d'indépendance de la BCE par rapport à la Réserve fédérale. Cela constitue un retour en arrière après les années « Draghi ». Il avait réussi à ce que les taux d'intérêt européens entraînent les taux américains ! Par ailleurs, la politique allemande est plus difficilement lisible et la présidence du Conseil de l'Union européenne revient à la République tchèque au 1<sup>er</sup> juillet 2022, ce qui pourrait accentuer l'instabilité financière de la zone euro. En conséquence, la hausse des taux de dépôts par la Banque centrale européenne pourrait engendrer un resserrement tellement brutal des conditions financières, en particulier dans les pays périphériques, qu'elle serait contrainte de marquer une pause sauf à faire entrer la zone euro dans une récession marquée. L'effet conjugué de la difficulté de la BCE à convaincre de sa détermination dans le long terme à éviter un écartement des écarts de taux souverains, de l'arrêt du processus d'Union bancaire et de la « dé »-supervision européenne avec le renforcement des autorités de supervision nationale fait peser un risque important sur la stabilité de la zone euro. **C'est pourquoi notre scénario comporte une hausse limitée des taux de dépôts de la zone euro.**

**En Asie, la Chine pourrait soutenir l'activité** comme après chaque confinement strict. De plus, la banque centrale chinoise continue d'assouplir sa politique monétaire et des mesures de soutien budgétaire sont prises. La croissance du PIB pourrait donc se redresser au deuxième semestre 2022 pour atteindre 4.5% en 2022 puis 5.1% en 2023 malgré une demande mondiale affaiblie par la récession américaine. **L'effet conjugué de la pression exercée par la Réserve fédérale sur les banques centrales émergentes qui ont dû remonter leurs taux directeurs et de la hausse des prix alimentaires nous conduit à réviser à la baisse la croissance des pays de l'ASEAN à 2.1% en 2022 avant 2.5% en 2023.**

Grâce à nos modèles et sous la double hypothèse d'un prix du pétrole à 80 dollars le baril fin 2022 et d'un prix du gaz européen de 100 euros en moyenne, **nous anticipons une croissance mondiale anémique de 2.5% en 2022 et de 2.3% en 2023.** L'inflation resterait élevée jusqu'à fin 2022 avant de décélérer modestement en 2023. La transition énergétique à marche forcée décidée par les Européens engendrerait selon nos calculs une hausse des prix de l'énergie pour les consommateurs de 30%. **Mais le ralentissement de l'inflation européenne reste dépendant de l'évolution de la surchauffe américaine.** La détermination de la Réserve fédérale à juguler l'inflation

renforce sa crédibilité, ce qui pourrait lui permettre d'arrêter son cycle de hausse des taux directeurs avant d'engendrer un resserrement des conditions de crédit menant à une récession mondiale. **La banque centrale américaine est sur une ligne de crête alors que les élections de mi-mandat se profilent.** Une chose est sûre, la banque centrale américaine a fait la seule chose permettant de garantir la stabilité financière à moyen terme en augmentant ses taux directeurs et en sortant de la politique non conventionnelle. La suprématie économique retrouvée des États-Unis lui permet d'en attendre un effet moindre sur l'économie domestique que dans le reste du monde.

Notre scénario central - La Fed monte ses taux directeurs à 4% et la BCE est contrainte par les investisseurs

En %	2021	2022f	2023f
<b>Croissance du PIB</b>			
Monde	5,2	2,5	2,3
États-Unis	5,7	2,2	0,7
Zone euro	5,2	1,7	1,5
ASEAN	2,9	2,1	2,5
Chine	8,1	4,5	5,1
<b>Inflation</b>			
Monde	3,8	6,3	3,7
États-Unis	4,7	8,5	2,1
Zone euro	2,6	7,1	2,3
ASEAN	2,5	3	2,8
Chine	0,9	2,2	2,5
<b>Taux directeurs (fin de période)</b>			
États-Unis	0,25	4	3,5
Zone euro (taux de dépôts)	-0,5	0,5	0,5
Chine (RRR grandes banques)	11,5	10,5	12,5
<b>10-y bond yields (fin de période)</b>			
États-Unis	1,5	4,2	3,7
Allemagne	-0,2	1,6	1,4
Suisse	-0,17	1,7	1,5
<b>Change (fin de période)</b>			
EUR/USD	1,14	0,97	1,1
USD/CNY	6,39	6,55	6,6
EUR/CHF	1,05	0,99	1,01

Notre hypothèse de prix du pétrole: 80 \$ le baril.

Source: Edmond de Rothschild Economic Research

## L'INFLATION UN MAL NÉCESSAIRE

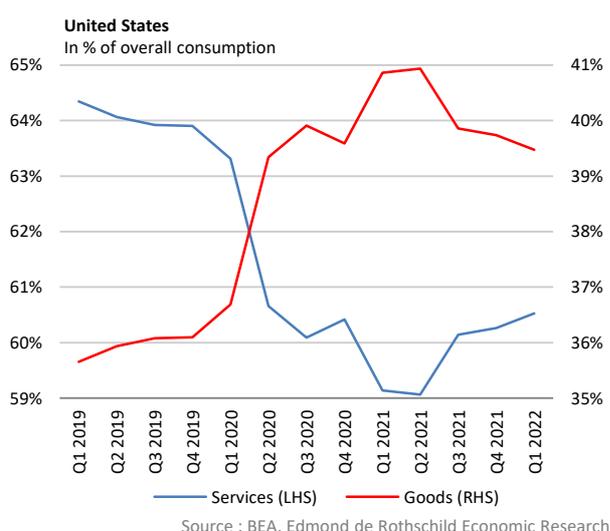
L'inflation aura atteint 8.3% au premier semestre 2022 aux Etats-Unis et 7.1% en zone euro en moyenne. Elle a aussi été particulièrement élevée au Brésil 11.6%. Même en Suisse, elle a dépassé les 2% pour atteindre 2.5% en moyenne. En revanche, la faiblesse de l'activité en Chine a permis de maintenir une inflation à 1.7%.

**Je continue de considérer que la hausse des prix est d'abord une contrepartie de l'incroyable ampleur des politiques budgétaires et monétaires américaines mises en œuvre pour limiter les effets économiques et sociaux de la pandémie.**

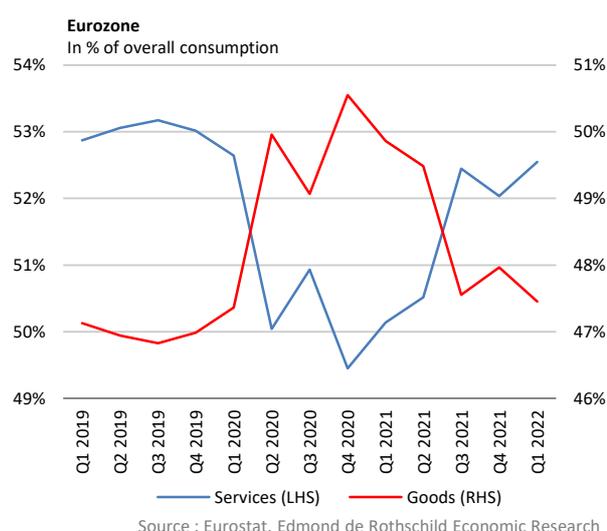
Les chèques aux ménages ont soutenu la demande alors que l'offre était désorganisée et contrainte par les confinements, l'absentéisme et les mesures sanitaires à travers le monde. Comme nous l'avions anticipé, face à la hausse des prix des biens et à la suite du desserrement des contraintes sanitaires, la demande de services est en train de se substituer à celle des biens. **Mais cela prend plus de temps que prévu aux États-Unis et en Asie la diffusion du Covid empêche toujours un retour à la normale.**

Aux États-Unis, la consommation de biens reste très supérieure à celle observée avant la pandémie puisqu'elle représente 35% de la consommation totale contre 31% alors que celle des services est de 65% contre 69% avant la crise. Dans les autres pays du G7, la normalisation est plus avancée, puisque la consommation de biens est redescendue pour représenter 46% de la consommation totale contre 44,5% avant la pandémie alors que les services représentent 54% contre 55,5% fin 2019. La substitution vers les services devrait se poursuivre en particulier aux États-Unis, mais en attendant la « surconsommation » de biens continue d'exercer une tension sur la production industrielle et les échanges internationaux. Les prix des biens continuent d'augmenter fortement alors que ceux des services remontent.

Graphique 1: La structure de la consommation est toujours déformée aux États-Unis...



Graphique 2 :... alors que les ménages européens sont retournés vers les services



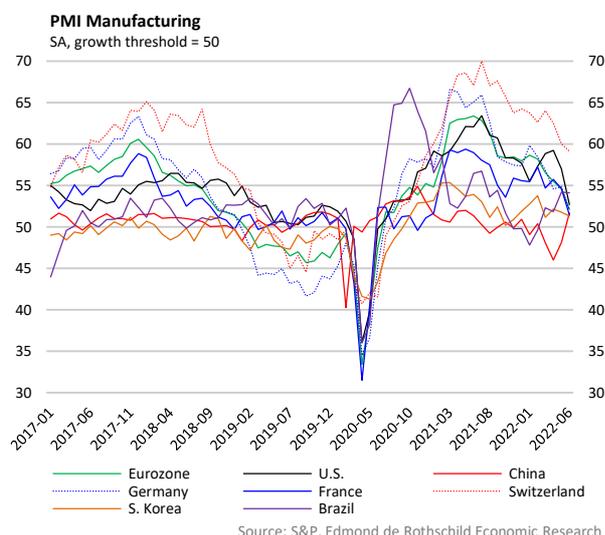
Cela explique la hausse sur prise de 75 points de base du taux de refinancement de la Réserve fédérale en juin qui est une réponse appropriée à l'inflation domestique.

Cette source d'inflation a des effets différents sur les équilibres macro-économiques et financiers par rapport à un choc d'offre ou une expansion monétaire. Elle permet une réallocation sectorielle entre les biens et les services. De plus, **les États-Unis ont considérablement augmenté leur consommation de biens en créant du déficit commercial, ce qui a accentué le phénomène de rareté dans le reste du monde et a empiré l'arbitrage entre inflation et chômage dans le reste du monde.** Les États-Unis ont exporté de l'inflation même si les pays développés avaient eux aussi mis en place des programmes de soutien de la demande des ménages, mais ils étaient moins importants. Les sources d'inflation sont donc différentes, dans les autres pays développés comme émergents, puisqu'elles résultent des choix de politique économique des Américains et de la forte hausse des prix de l'énergie et des biens alimentaires engendrés par la guerre russo-ukrainienne.

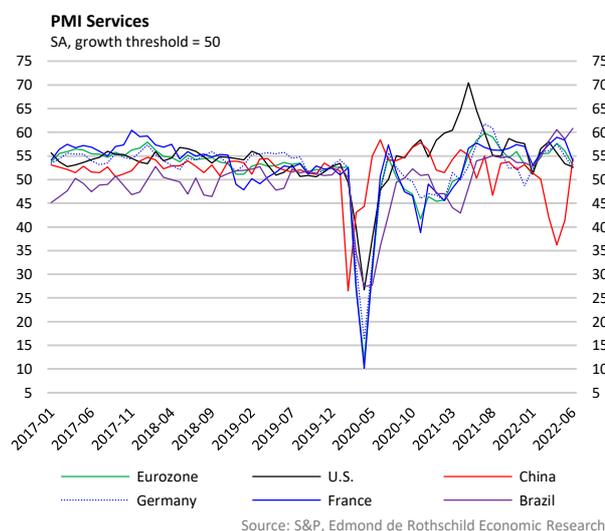
**Les États-Unis ont exporté de l'inflation en zone euro qui en plus subit frontalement la hausse du prix du gaz déterminée localement.** En retour, la diversification des sources d'approvisionnement du gaz européen a poussé à la hausse le prix du gaz américain. Mais l'effet boomerang de la guerre russo-ukrainienne sur l'inflation américaine est beaucoup plus modeste, d'autant plus que le dollar s'est apprécié de 6%, contre toutes monnaies depuis janvier 2022.

**Les dysfonctionnements résultants de la pandémie sur les économies devraient persister au deuxième semestre 2022 et continuer de soutenir l'inflation.** S'y ajoutent, aux États-Unis, le déclenchement de la boucle prix-salaire et, en Europe, la guerre énergétique.

Graphique 3 : Les perspectives se dégradent dans le secteur manufacturier...



Graphique 4 : ... alors qu'elles s'améliorent doucement dans les services



Parallèlement, la hausse des prix des matières premières a alimenté une inflation mondiale, mais hétérogène. En Asie, l'inflation demeure contenue même si elle a commencé à accélérer. Alimentée par le phénomène de stockage et de contraintes à l'exportation, elle devrait néanmoins décélérer avec le ralentissement mondial. L'Indonésie et le Vietnam ont ajouté des taxes sur les exportations d'huile de palme

et d'engrais respectivement. L'Inde a interdit les exportations de blé et de sucre, la Malaisie de poulet et la Chine d'engrais et de roche phosphatée.

L'Europe devrait continuer à faire face à un renchérissement durable des prix de l'énergie à cause de la diversification des sources d'approvisionnement de gaz, de l'augmentation de la part d'énergie renouvelable qui demande des investissements à rentabiliser et des subventions au prix de l'énergie mis en part par certains pays européens et en particulier l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni qui vont de fait limiter l'ampleur de la baisse.

Selon nos calculs, la seule hausse des prix alimentaires de 40% au début de l'année 2022 va engendrer une inflation supplémentaire de 5% dans les pays en développement et de 1,5% dans les pays développés.

## LA FED RENOUE AVEC LA STABILITÉ DES PRIX... ET FINANCIÈRE, CE QUI EST UNE BONNE NOUVELLE

La Banque centrale américaine a tranché. Elle veut montrer qu'elle ne laisse pas filer l'inflation. Après avoir commencé un cycle d'augmentation des taux d'intérêt en mars dernier, elle a surpris en les relevant de 0,75% en une seule fois pour les porter dans une fourchette comprise entre 1,5% et 1,75% le 15 juin dernier. Cette remontée inopinée constitue la bonne réponse à une consommation qui reste trop dynamique et pourrait dégonfler les bulles financières.

Contrairement à ce qui s'est passé en zone euro, la levée des mesures sanitaires n'a pas engendré de chute de la consommation américaine de biens au profit des services. Le secteur manufacturier est donc resté sous pression comme les transports de marchandises. Parallèlement, la demande dynamique, le ralentissement de l'immigration et la « grande démission » ont mis le marché du travail sous tension et enclenché la boucle prix-salaire. La banque centrale américaine cherche donc à refroidir cette demande qui ne se normalise pas. « Nous sommes très attentifs au risque d'inflation élevé et fermement déterminés à la faire baisser » a déclaré J. Powell. **Les taux directeurs pourraient augmenter jusqu'à 3,75%/4%. Selon nos modèles, le prix à payer serait une récession aux États-Unis fin 2022 et début 2023.**

**En montrant qu'elle est capable d'arbitrer contre l'inflation et en faveur du chômage, la Réserve fédérale renoue avec une politique monétaire dédiée à la stabilité des prix.** Pour la première fois depuis la crise de 2008, elle privilégie la décélération de l'inflation aux dépens de la croissance et de l'emploi de court terme. De plus, la banque centrale américaine a commencé à vendre les obligations souveraines qu'elle détenait ainsi que les actifs financiers gagés sur les crédits immobiliers. Elle arrête ainsi de modifier artificiellement les prix des actions, des obligations et des biens immobiliers et de pousser les épargnants, les chefs d'entreprises et les investisseurs à prendre des risques.

**En surprenant, la Réserve fédérale renforce sa crédibilité. Elle montre qu'il est encore possible de s'affranchir des gouvernements et de la tentation d'intervenir dans tous les champs de la politique économique.** La crédibilité est essentielle, car

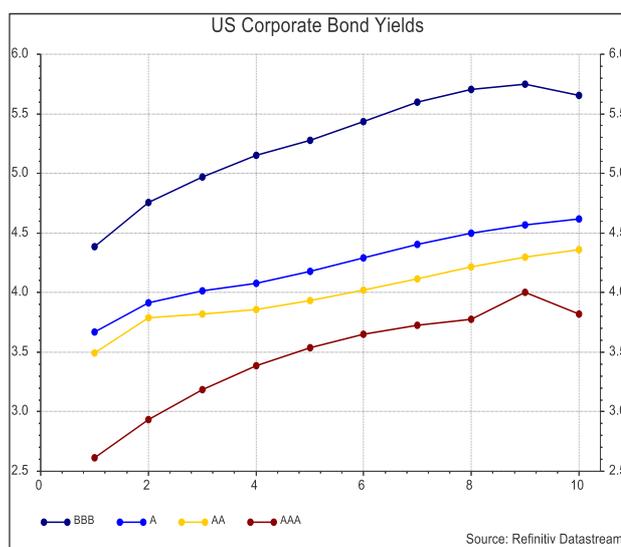
elle permet d'améliorer l'efficacité de la politique monétaire. Cela signifie que le sacrifice en matière de chômage sera moins important pour un même objectif d'inflation. De plus, les agents économiques continueront de planifier leurs comportements, car les taux d'intérêt de long terme réagiront comme ceux de court terme. Cette visibilité soutient la croissance. Enfin, sans faire partie des tenants du paradoxe de la crédibilité qui considèrent que les taux d'intérêt faibles aggravent les déséquilibres financiers, l'augmentation du loyer de l'argent pourrait dégonfler les bulles et forcer les épargnants comme les entreprises à être plus sélectifs. L'État devra lui aussi améliorer sa capacité à prioriser ses interventions et à évaluer leurs efficacités. Cette sélectivité pourrait engendrer une meilleure productivité et donc une accélération de la croissance de moyen terme.

Parallèlement, la banque centrale américaine a entrepris en juin de réduire son bilan en diminuant les montants des obligations arrivant à échéance et qui sont réinvestis. Elle pourrait retirer 1500 milliards d'euros de liquidités d'ici fin 2023, ce qui correspond toutes choses égales par ailleurs à une augmentation de 75 points de base des taux directeurs. Néanmoins, les émissions souveraines se sont réduites. La hausse des taux longs pourrait donc être limitée. Le Quantitative tightening pourrait s'arrêter fin 2023 selon nos prévisions.

Graphique 5 : Les conditions financières se resserrent...



Graphique 6 :... ce qui complique le financement des entreprises



**À court terme, la contrepartie est un resserrement des conditions financières aux États-Unis, bien sûr, mais aussi dans le reste du monde.**

Les banques centrales asiatiques comme la Banque de Corée, la banque centrale indonésienne, malaisienne et des Philippines devraient continuer à remonter leurs taux directeurs. La Banque centrale brésilienne devrait elle aussi encore monter son taux directeur jusqu'à 14% selon nos prévisions, puisqu'elle fait face à une forte inflation et un dynamisme inattendu de l'économie.

La Banque nationale suisse a profité de la fenêtre ouverte par la Réserve fédérale pour augmenter son taux directeur de 50 points de base en juin à -0,25%. Sa dernière

hausse remontait à 2007. Elle devrait continuer avec une hausse de 50 points de base en septembre, mais pourrait être rapidement gênée par la difficulté pour la BCE à augmenter son taux de dépôts. Elle pourrait alors s'arrêter à 0,25%.

Les deux exceptions sont la banque centrale chinoise qui a fait le choix de l'assouplissement monétaire et la Banque du Japon qui s'arc-boute sur son objectif de taux souverains à 10 ans proches de 0.

**À moyen terme, j'attends des effets positifs des choix de la Réserve fédérale. Il est rassurant de voir la plus influente des banques centrales renouer avec la lutte contre l'inflation.** Il est réconfortant que la plus suivie des banques centrales sorte dès qu'elle le peut de la manipulation des prix des actions et des obligations. Les perspectives de croissance des économies réelles devraient en sortir renforcées comme l'illustre le contre-exemple japonais.

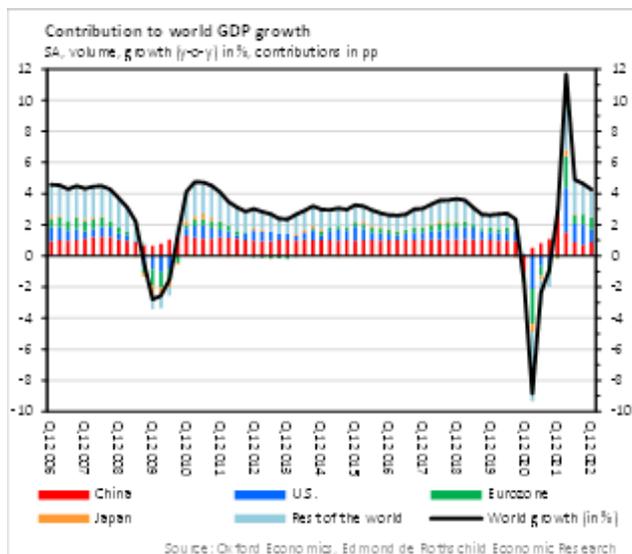
## SUPER PERFORMANCE AMÉRICAINE : BIDEN A GAGNÉ SON PARI

Le 46<sup>e</sup> président des États-Unis est en train de gagner son pari : effacer les stigmates de la pandémie plus vite que celles de la grande crise financière et éviter de se faire une nouvelle fois distancer par la Chine. Il n'a fallu qu'un an pour que le PIB américain retrouve son niveau de fin 2019 alors que 13 trimestres avaient été nécessaires après 2008 pour récupérer le niveau observé avant la crise. Le PIB américain a même dépassé le niveau qu'il aurait atteint sans pandémie. L'écart de production qui est la mesure de la position des économies dans le cycle est de 1%, ce qui signifie que le PIB est légèrement supérieur au potentiel de production de l'économie américaine. Sur le front de l'emploi, la performance est également incomparable puisque le taux de chômage des Afro-Américains, dont la diminution était un objectif partagé par le président de la Réserve fédérale, est déjà retombé au niveau d'avant pandémie, soit 5,9%. Cela avait pris plus de 10 ans après la grande crise financière.

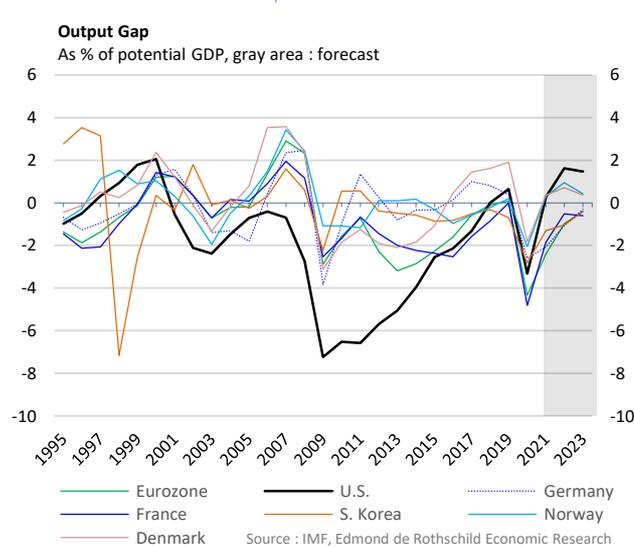
Outre le fait que cette politique de mise sous tension de l'économie américaine a limité le creusement des inégalités et a permis de garantir un retour rapide des employés sur le marché du travail, l'enjeu était aussi international. Dans son discours-fleuve de 2017, le président chinois Xi Jinping avait expliqué que la forte croissance du PIB était un moyen de gagner la bataille pour le leadership mondial. À cette époque, les Américains sortaient affaiblis de la crise financière alors que Hu Jintao avait mis en œuvre dès 2010 un plan de relance massif qui avait permis à la Chine et à l'Asie de prendre des parts de marché sur son rival américain, mais aussi sur les Européens empêtrés dans la crise souveraine. En décidant le plan de relance supplémentaire de début 2021, Joe Biden n'a pas voulu reproduire l'erreur de Barack Obama qui avait sous-estimé la profondeur de la crise financière comme ses implications sociales et internationales. Le résultat est probant puisque la surchauffe de l'économie américaine a permis de stabiliser la contribution des États-Unis à la croissance mondiale. De 2010 à 2018, la contribution de la Chine à la croissance mondiale a été de plus de 32%, soit presque deux fois supérieure à celle des États-Unis et près de 5 fois supérieure à celle de la zone euro ! En 2021, les contributions

des États-Unis et de la Chine sont plus équilibrées puisqu'elles sont respectivement de 23 et 25% selon nos calculs.

Graphique 7 : Les États-Unis sont revenus dans la course pour la croissance mondiale



Graphique 8 : L'output gap américain est déjà positif et proche de 1



Certes, la conséquence de ces massifs plans de relance américains est l'inflation dont le rythme dépasse ce que peuvent supporter les travailleurs. Mais la banque centrale américaine est à la manœuvre, les ménages sont en train de modifier leur consommation en faveur des services et la politique budgétaire est moins laxiste. De toute façon, il y a un consensus pour un peu plus d'inflation depuis le changement de stratégie de la Réserve fédérale qui a annoncé en août 2020 qu'elle tolérerait une inflation supérieure à 2% pendant une longue période.

**Ce succès de Joe Biden met le dollar sous pression et les Européens dans une situation difficile.** En effet, le dynamisme américain contraint la Banque centrale européenne à relever ses taux alors que l'économie européenne est encore en sous-régime et particulièrement affectée par la guerre russo-ukrainienne.

**Cette stratégie pourrait également exacerber les tensions sino-américaines en dégradant le déficit bilatéral avec la Chine,** ce qui pourrait d'autant plus peser sur l'investissement et les perspectives de croissance mondiale que les républicains remporteraient les élections de mi-mandat de l'automne 2022.

## L'EUROPE VICTIME DE SA POLITIQUE ÉNERGÉTIQUE... ET DU MANQUE DE CRÉDIBILITÉ DE LA BCE

Alors que l'Union européenne s'était engagée à marche forcée dans la transition énergétique, la guerre russo-ukrainienne a pour effet d'ajouter de la confusion à sa mise en œuvre. La hausse des prix de l'énergie, qui a atteint 42% au mois de juin sur un an, contribue encore pour la moitié à l'inflation de la zone euro malgré les subventions aux prix des carburants, le gel des prix de l'électricité ou des baisses de TVA mis en place par certains pays européens comme la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne. De plus, la Russie est en train de réduire les flux de gaz vers l'Union

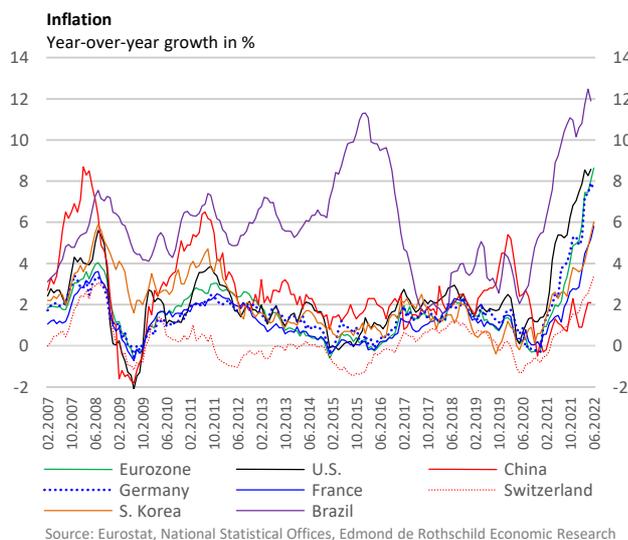
européenne et en particulier vers l'Allemagne. Depuis juin 2022, les flux de gaz par Nord Stream 1 ont été coupés de 60%. La part de la Russie dans le gaz européen a été divisée par 2 pour atteindre 13% contre 33% il y a un an. S'y est substitué le LNG dont la part a augmenté à 35% contre 22% en juin 2021. Certes, la demande de gaz européenne a diminué de 11% sur un an grâce à un climat plus tempéré et à la hausse des prix, mais **la substitution des sources d'approvisionnement n'est pas assez rapide pour empêcher un rationnement des entreprises.** Comme nous l'avons développé en mars dernier, **ce rationnement va peser en particulier sur le secteur manufacturier puisque 25% du gaz en Europe est destiné à l'industrie sans compter les effets indirects. C'est parce que nous avons retenu une telle hypothèse que nous avons déjà une prévision de récession en zone euro lors de notre dernière publication. Bien évidemment, nous la maintenons.**

De plus, la différence de position dans le cycle de la zone euro par rapport aux États-Unis a engendré une dépréciation de l'euro. Certes, elle est bénéfique pour les exportateurs, mais intervient dans un contexte de hausse des prix de l'énergie. La dépréciation de l'euro renforce l'inflation importée des biens échangeables et de l'énergie notamment. Par ailleurs, elle gêne la Banque centrale européenne qui est contrainte de suivre la Réserve fédérale alors que l'output gap de la zone euro est négatif et que le choc énergétique est concentré sur cette région du monde. Elle commencera donc son cycle de hausse des taux de dépôt comme annoncé en juillet après avoir cessé son programme d'achat de titre pandémique. **C'est la triple peine pour la zone euro : l'inflation importée des États-Unis, la hausse du prix de l'énergie et une politique monétaire dictée par des événements extérieurs.**

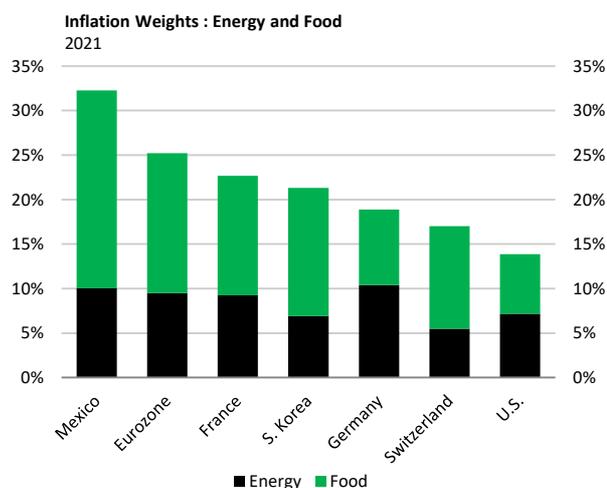
Par ailleurs, **l'erreur originelle de la présidente de la BCE a engendré une hausse de la prime de risque « euro » et pourrait limiter encore sa capacité à remonter ses taux directeurs.** Elle avait en effet affirmé lors de son arrivée à la tête de la BCE que la fragmentation n'était pas de son ressort. Les rétropédalages des membres du Conseil des gouverneurs n'ont pas permis de rassurer définitivement les investisseurs dans un contexte de réduction puis d'arrêt des achats de titres « pandémiques ». Les écarts de taux entre le Bund et les rendements souverains italiens, espagnols et portugais se sont accrus. De plus, la réunion organisée en urgence le 15 juin pour réaffirmer son engagement à agir contre la fragmentation a plutôt montré sa fébrilité et conforté les investisseurs dans le manque de détermination du conseil des Gouverneurs à agir puisqu'il a procédé à un « échange de vues sur la situation » (sic). Certes, elle a annoncé que le Conseil fera preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance du portefeuille PEPP, mais ce n'est pas une nouveauté. Quant au lancement d'un nouvel instrument anti-fragmentation, le calendrier n'est pas défini et une conditionnalité lui serait adjointe. Quoi qu'il en soit, l'arrêt de l'Union bancaire ainsi que l'augmentation des dettes publiques en pourcentage du PIB contribuent également à la hausse de la prime de risque « euro ». Il en résulte un resserrement des conditions financières qui va au-delà de la seule perspective d'une hausse de taux de dépôts et qui accroît l'ampleur de la récession. De plus, cela rend la transmission de la politique monétaire moins efficace. Enfin, au-delà du problème de fragmentation, le taux d'intérêt neutre est très inférieur à celui des États-Unis

compte tenu de la faiblesse de la croissance potentielle et de la quantité d'épargne. La balance courant est excédentaire.

Graphique 9 : L'inflation a atteint des records historiques

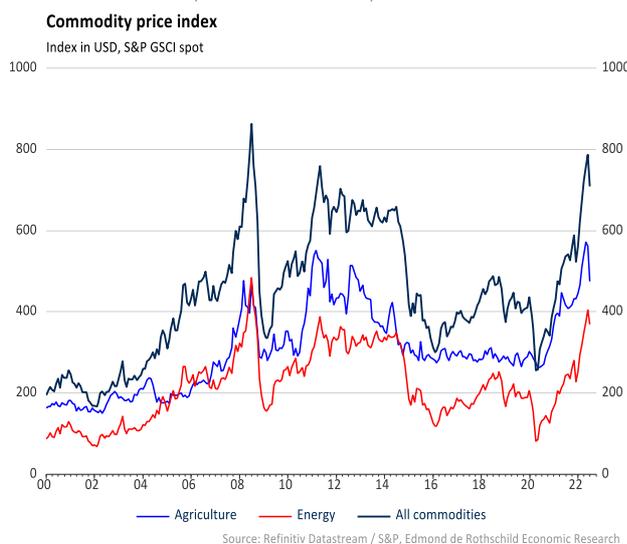


Graphique 10 :... mais le poids de l'énergie et de l'alimentaire diffère fortement entre les États-Unis et l'Europe

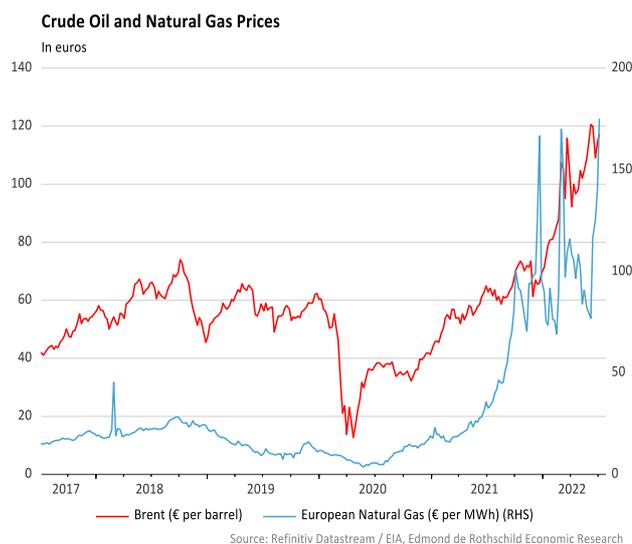


**La modification des sources d'approvisionnement en gaz de l'Union européenne et la restriction de quantités qu'elle engendre va continuer de soutenir les prix de l'énergie en zone euro.** Le pouvoir d'achat des ménages et la consommation vont donc encore décélérer en 2023. Bien sûr, la hausse des dépenses publiques résultant de la transition énergétique pourrait limiter le recul de l'investissement comme les plans d'investissement public nationaux et européens qui devrait représenter 2% du PIB de la zone euro, 3,2% du PIB italien, 3% du PIB allemand, 2,9% du PIB espagnol et 2,8% du PIB français en 2022. Enfin, la suspension de l'article 126 du Traité sur le fonctionnement européen a été prorogée jusqu'à fin 2023. Toutefois, l'incertitude monétaire, la remontée de la prime de risque « euro » et l'augmentation des coûts d'approvisionnement en énergie devraient peser sur l'investissement des entreprises industrielles. De plus, les hausses de salaire se normaliseraient avec le ralentissement économique, la décélération de l'inflation et la fin du phénomène de rattrapage. Le taux de chômage de la zone euro remonterait légèrement à partir de fin 2022. En conséquence, si le coût de l'énergie devait rester plus élevé de 30% qu'en 2019 à moyen terme comme l'anticipent nos modèles, nous continuons de prévoir un ralentissement économique et une décélération de l'inflation plus qu'une stagflation. **La croissance du PIB de la zone euro serait alors de 1,5% en 2023 après 1,7% en 2022.**

Graphique 11 : L'inflation européenne résulte plus de la hausse des prix des matières premières...



Graphique 12 :... et en particulier de celle du prix du gaz



## L'ASIE EN ATTENTE DE TOURISTES...

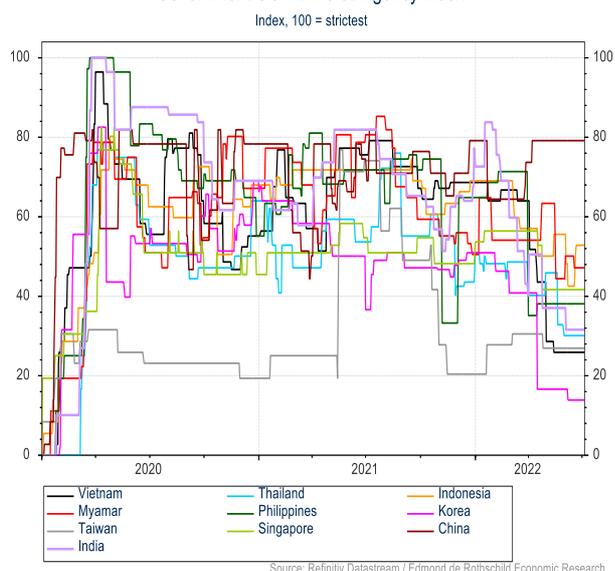
La situation de la Chine est devenue très singulière à cause de sa stratégie 0-covid. Les taux de vaccination des autres pays asiatiques sont sans commune mesure avec la situation en 2020. Seuls l'Indonésie, le Vietnam et l'Inde ont un taux de vaccination complet compris entre 60 et 70%. Dans les autres pays asiatiques, la proportion est supérieure à 70% et atteint le plus souvent 80%, voire 90% à Singapour. En conséquence, si la dernière vague Omicron a plombé la croissance chinoise au premier semestre 2022, ses effets sur l'économie du reste de l'Asie ont été limités. La croissance de la Chine devrait donc continuer à rebondir si le desserrement des contraintes sanitaires se confirme. Au premier trimestre 2022, la consommation comme l'investissement ont pesé sur la croissance qui n'a atteint que 4% en glissement annuel. Les exportations sont restées dynamiques grâce à la bonne tenue de la consommation de biens américaine. Le soutien américain s'affaiblit, mais la politique monétaire et le relâchement des mesures sanitaires devraient engendrer une accélération de la croissance chinoise au second semestre pour atteindre 4,5% en 2022 et 5,1% en 2023. De plus, des mesures de soutien ont été annoncées lors de la réunion du « State Council Executive » du 23 mai dernier, des remboursements de TVA, des reports de cotisations de sécurité sociale pour certaines industries... La politique budgétaire pourrait encore se renforcer dans la perspective du XXI<sup>e</sup> congrès du parti communiste qui se tiendra à l'automne. Par ailleurs, la force du dollar et la consommation américaine, toujours dynamique bien qu'en décélération, pourraient limiter le ralentissement des exportations asiatiques.

**L'Asie va toutefois continuer de souffrir de la hausse des prix alimentaires qui représentent un quart de la consommation des ménages en moyenne contre 10% pour l'énergie.** En Inde, aux Philippines et au Vietnam, la proportion monte respectivement à 45, 35 et 33%. Selon nos calculs, la hausse des prix alimentaires pourrait engendrer une inflation supérieure de 4% toutes choses égales par ailleurs. Toutefois, la moitié des pays asiatiques sont exportateurs nets agricoles. Seules la

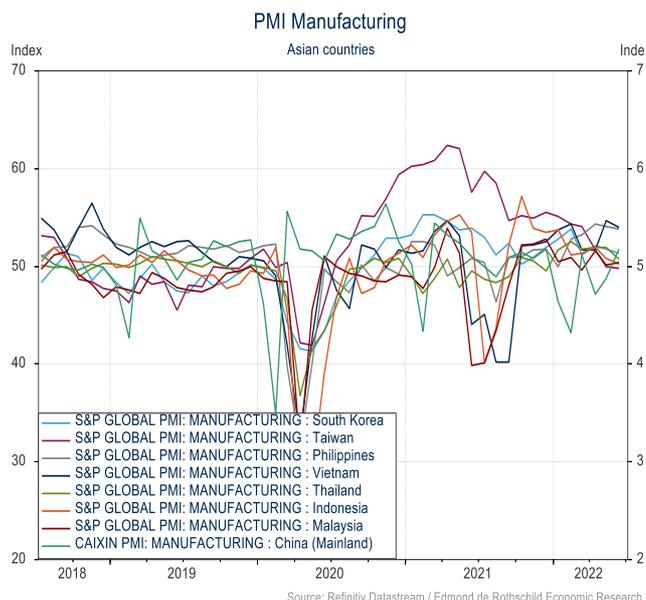
Malaisie, l'Indonésie et la Thaïlande sont d'importants importateurs nets. De plus, les stocks de riz relativement à la consommation sont deux fois plus importants qu'en 2008 (34% contre 16%). De plus, la reprise du tourisme intra-asiatique est encore trop timide.

**L'effet conjugué de la pression exercée par la Réserve fédérale sur les banques centrales émergentes qui ont dû remonter leurs taux directeurs et de la hausse des prix alimentaires nous conduit à réviser à la baisse la croissance des pays de l'ASEAN à 2,1% en 2022 avant 2,5% en 2023.**

Graphique 13 : les mesures sanitaires sont restées peu contraignantes en Asie hors Chine  
Government COVID-19 stringency index



Graphique 14 : l'Asie devrait bénéficier du rebond chinois



## CONCLUSION : RÉCESSIONS DIFFÉRENCIÉES

Les effets toujours présents de la pandémie sur le comportement des consommateurs et des travailleurs, les conséquences sur les prix des matières premières de la guerre russo-ukrainienne, la guerre commerciale sino-américaine, le renforcement du poids américain dans la croissance mondiale sont autant d'éléments qui nous font considérer d'une façon nouvelle les effets de la hausse des taux directeurs américains. S'ils augmentent effectivement à 4%, cela entraînera selon nos modèles un recul du PIB au dernier trimestre 2022 et au premier trimestre 2023. Mais cela n'empêchera pas les services de continuer à croître grâce au phénomène de rattrapage. De plus, la normalisation de la politique monétaire américaine est une source de stabilité financière à moyen terme. En zone euro, la récession va résulter de la chute de la consommation, mais surtout de l'arrêt contraint par les gouvernements de certaines industries et entreprises organisés pour gérer la pénurie de gaz. De l'autre côté du pacifique, l'Asie bénéficiera du rebond chinois, mais les hausses de taux directeurs vont peser sur l'investissement et le ralentissement américain sur le volume d'exportations.

**Comme il y a eu des gagnants et des perdants pendant la pandémie, l'effet conjugué de la hausse des taux américains et de la guerre russo-ukrainienne va lui**

**aussi avoir des effets différenciés.** Du point de vue macroéconomique, l'ampleur de la récession mondiale pourrait être en conséquence limitée et hétérogène. Du point de vue microéconomique, cela privilégie les entreprises exportatrices qui ont la capacité de fixer le prix mondial. De plus, la pression des coûts est plus forte dans les PME que dans les grandes entreprises dans la mesure où ces dernières se sont concentrées. **Le resserrement des conditions financières ainsi que la baisse du pouvoir d'achat devraient avoir pour conséquence une « récession différenciée » plutôt qu'une stagflation.**

Toutefois, la logique de bloc que la guerre russo-ukrainienne a exacerbé pourrait avoir pour conséquence un ralentissement plus structurel de la croissance mondiale. En effet, si les effets néfastes de la mondialisation sont mis en avant, elle a permis une augmentation du niveau de vie sans précédent des pays émergents et une réduction du taux de pauvreté dans le monde. Le taux de pauvreté a été divisé par deux entre 1990 et. Ces mêmes pays ont également eu accès à des améliorations technologiques considérables sans connaître les difficultés rencontrées par les pays développés en leur temps. Par exemple, les pays africains en voie de développement ne disposaient pas de réseau étendu de téléphonie fixe avant que la téléphonie mobile n'envahisse le marché. La libre circulation du travail et du capital permet aux innovations émanant des pays développés d'être promues dans le monde entier. Avant la mondialisation, il était extrêmement difficile d'obtenir des financements à l'innovation dans un pays sous-développé. Depuis que les systèmes de communication ont évolué, des individus sans accès au financement peuvent dorénavant changer la donne sur leur marché domestique et partout dans le monde. En conséquence, la polarisation des rapports de force autour des États-Unis et de la Chine et la volonté d'autonomisation des chaînes de valeur et d'indépendance énergétique et alimentaire va rendre les pays les plus pauvres très dépendants de leurs choix diplomatiques. Les coûts de transaction augmenteraient. En reprenant les modèles économétriques classiques du commerce international, un découpage en deux blocs de l'économie mondiale engendrerait une perte de revenu mondial de 5% par rapport au scénario sans découplage. Le recul de revenu serait supérieur pour les pays du bloc Est, centré sur la Chine (environ 10%) que pour les pays centrés sur les États-Unis (3%). Pour les premiers, le rattrapage en termes de productivité serait considérablement ralenti. Une telle évolution pousserait le bloc de l'Est à accélérer le développement de ses marchés financiers pour financer son développement. La logique de performance « mondiale » deviendrait vite obsolète.

## RÈGLES DE DIFFUSION

Publication exclusivement destinée à l'interne et aux clients du groupe Edmond de Rothschild.  
Redistribution interdite sans autorisation explicite et écrite d'un représentant autorisé du Groupe.  
Diffusion interdite sur internet et/ou sur les réseaux sociaux.

## INFORMATION JURIDIQUE IMPORTANTE

La présente brochure a été élaborée par Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., 18 rue de Hesse, 1204 Genève, Suisse. Edmond de Rothschild (Europe), établie au 20, boulevard Emmanuel Servais, 2535 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg et placée sous la supervision de la Commission de Surveillance du Secteur financier à Luxembourg, ainsi que Edmond de Rothschild (France), Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 83.075.820 euros, soumise au contrôle de L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) dont le siège social est situé 47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75008 PARIS, se contentent de mettre à disposition de leurs clients ladite brochure dans leurs propres locaux ou dans les locaux de leurs succursales.

Le présent document n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Ce document ne peut être distribué aux personnes dans les juridictions dans lesquelles ce document serait constitutif d'une recommandation, offre de produits ou services ou sollicitation et pourrait, de ce fait, ne pas être légal.

Les données chiffrées, commentaires, analyses et les travaux de recherche en investissement figurant dans cette brochure reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à ce jour. Les données chiffrées, commentaires, analyses les travaux de recherche en investissement figurant dans cette brochure peuvent s'avérer ne plus être actuels ou pertinents au moment où l'investisseur prend connaissance de la brochure, notamment eu égard à la date de publication de cette dernière ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Chaque analyste mentionné dans le présent document certifie que les points de vue qui y sont exprimés à l'endroit des entreprises et des titres qu'il est amené à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Sa rémunération n'est pas liée directement ou indirectement à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document. Des détails sur la méthodologie de notation de Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. sont disponibles gratuitement sur simple demande.

En aucun cas, la responsabilité d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., d'Edmond de Rothschild (Europe) ou d'Edmond de Rothschild (France) ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Par ailleurs, la responsabilité d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., d'Edmond de Rothschild (Europe) ou de Edmond de Rothschild (France) ne saurait être engagée en raison d'un dommage subi par un investisseur et résultant du contenu ou de la mise à disposition de cette brochure.

En effet, cette brochure a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux investisseurs qui la consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation.

Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser son risque et forger sa propre opinion indépendamment, en s'entourant au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés dans ces questions afin de s'assurer de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Ces données ne peuvent être reproduites ni utilisées en tout ou partie.

Copyright © EDMOND DE ROTHSCHILD (Suisse) S.A. - Tous droits réservés.

Achévé de rédiger le 18 juillet 2022 - Rédaction en chef : Mathilde Lemoine

Mise en page & production : Anthony Aleu-Roca - Crédits photos : AdobeStock.com



EDMOND DE ROTHSCHILD, L'AUDACE DE BÂTIR L'AVENIR.