



ECONOMIE & MARCHÉS FINANCIERS

UN HIVER DIFFICILE

François Duhen
Chef Economiste et Stratégiste
francois.duhen@cic.fr
+33 1 53 48 81 02

14 octobre 2022

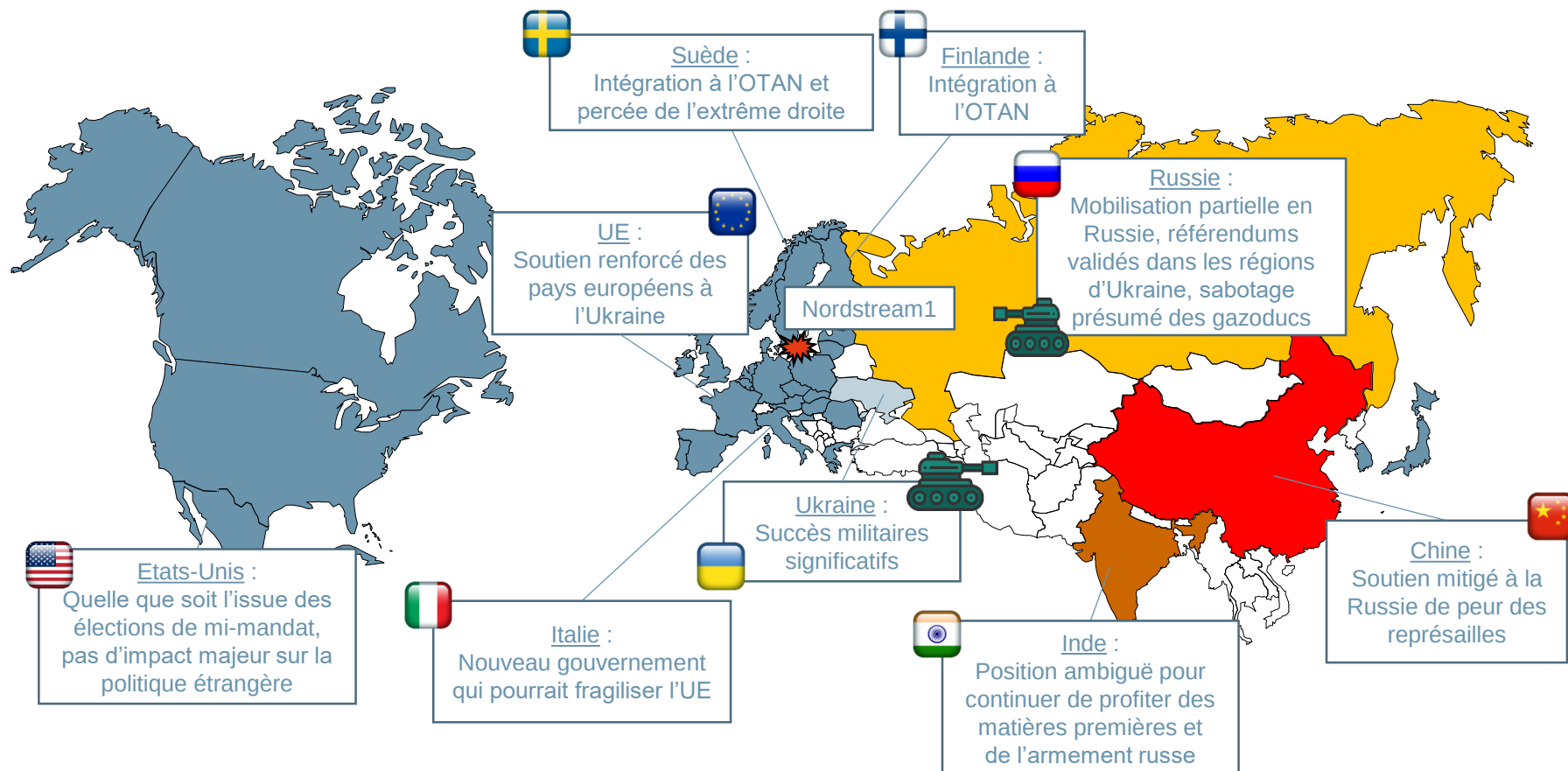
CIC *Market Solutions*

Facteurs de risques

Une crise chasse l'autre

Géopolitique

Un conflit russo-ukrainien qui continuera de s'enliser malgré les avancées récentes

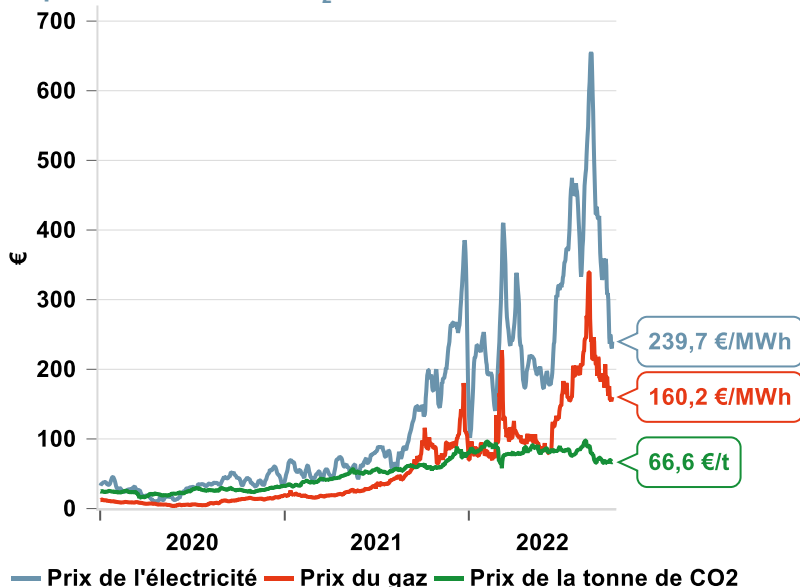


Mi-septembre, un nouvel espoir de fin rapide de la guerre a porté temporairement la confiance. Nous continuons de tabler sur un conflit « larvé » et durable sans issue favorable à court terme, ce qui milite pour le maintien d'une prime de risque (sur l'euro et le prix des matières premières notamment)

Prix de l'énergie

La facture est de plus en plus lourde

Prix de l'électricité en France, prix du gaz en Europe (€/MWh)
et prix de la tonne de CO₂



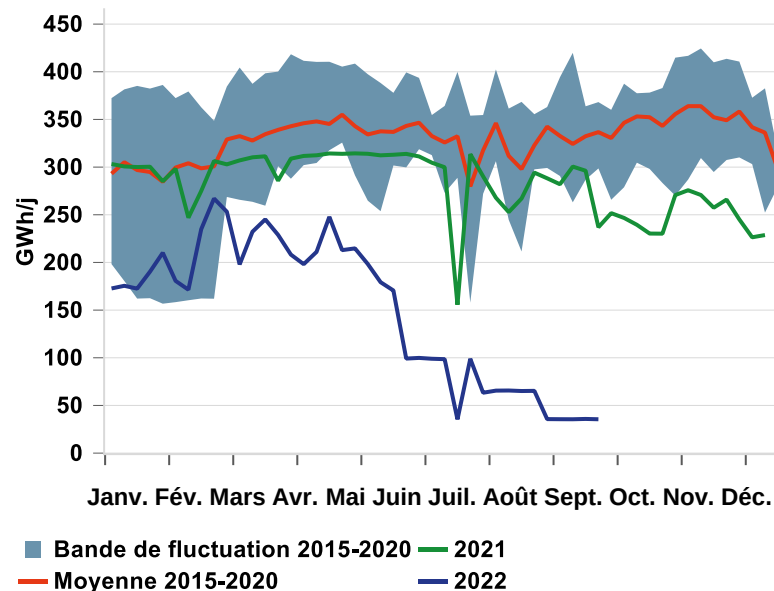
Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- Déjà réduits à seulement 20% des capacités, les livraisons de gaz transitant via Nord Stream 1 sont interrompues depuis le 31 août par Moscou et aucune date de reprise n'est donnée
- Les Européens cherchent des alternatives pour s'approvisionner, mais ces dernières coûtent cher, ce qui a porté les prix cet été. Les annonces rassurantes sur le niveau des stocks et l'ajustement baissier de la demande ont permis une rechute des prix

Le prix de l'énergie va rester extrêmement cher avec un risque de rationnement de coupures involontaires. Il est urgent de découpler le prix de l'électricité de celui du gaz

Ce document, daté du 14/10/2022, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

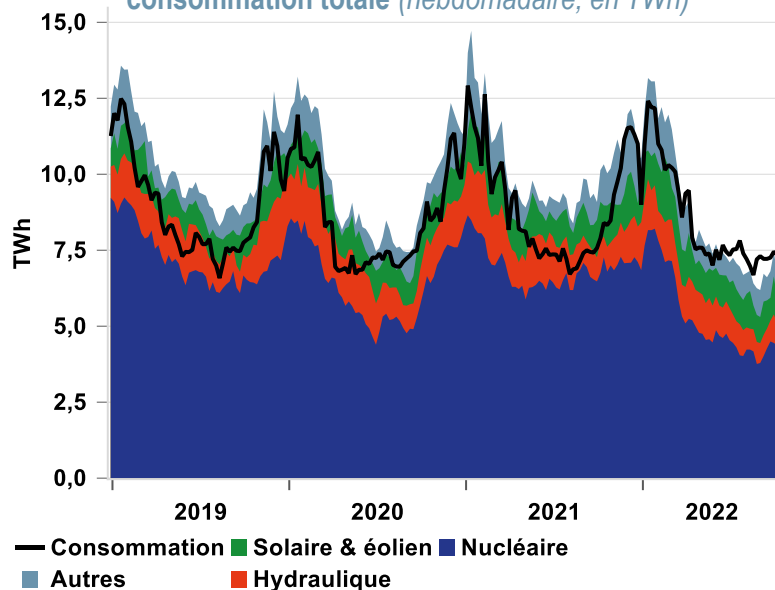
Flux de gaz de la Russie vers l'Europe



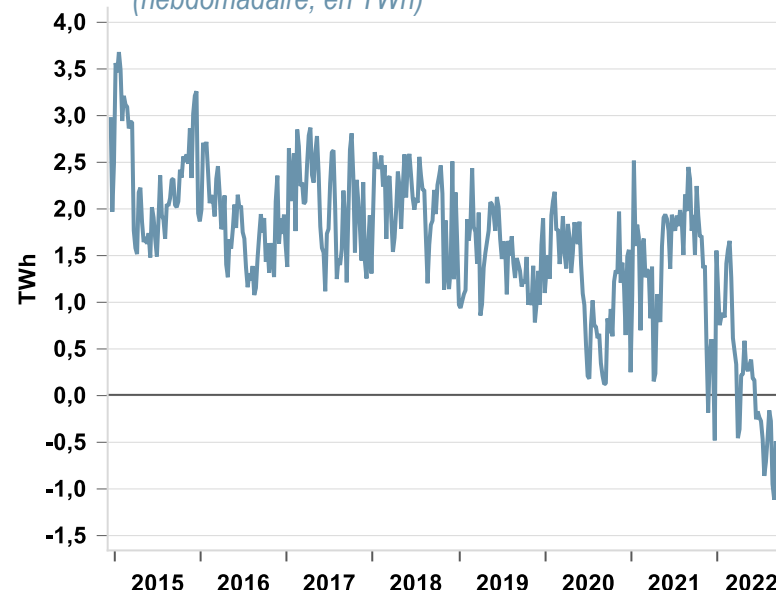
Risque de pénurie d'énergie

Les difficultés françaises déstabilisent le marché européen

France : production d'électricité par source d'énergie et consommation totale (hebdomadaire, en TWh)



France : excès ou déficit de production électrique (hebdomadaire, en TWh)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

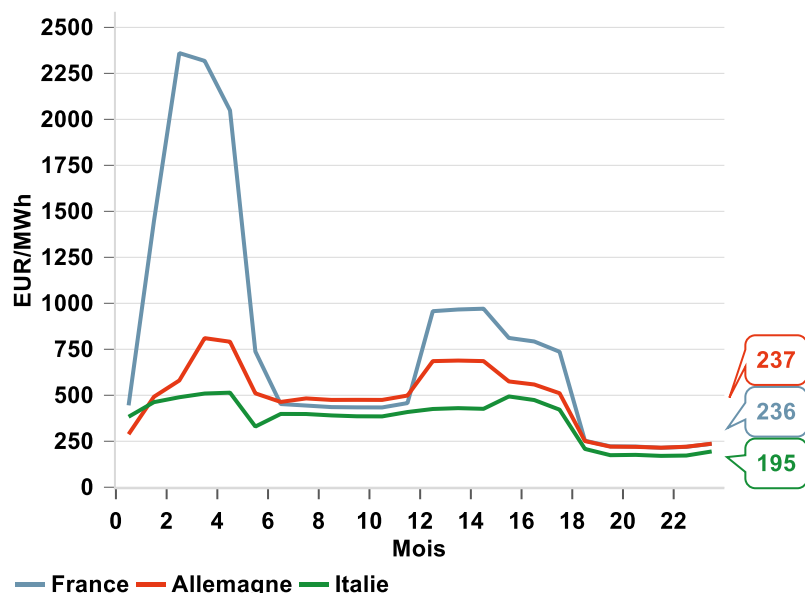
- Entre la maintenance du parc nucléaire et la sécheresse, la production d'électricité (principale source d'énergie produite en France et 2^{ème} source d'énergie consommée) est fortement perturbée
 - Si EDF a annoncé la reprise des 32 réacteurs actuellement à l'arrêt d'ici mi-février, il devrait y avoir encore une dizaine de réacteurs à l'arrêt cet hiver compte tenu des autres maintenances prévues

La France n'est plus autosuffisante en production électrique, ce qui réduit l'offre sur le marché européen et oblige les autres pays à utiliser toutes leurs ressources de production d'électricité

Prix de l'électricité

Hiver à haut risque pour l'approvisionnement

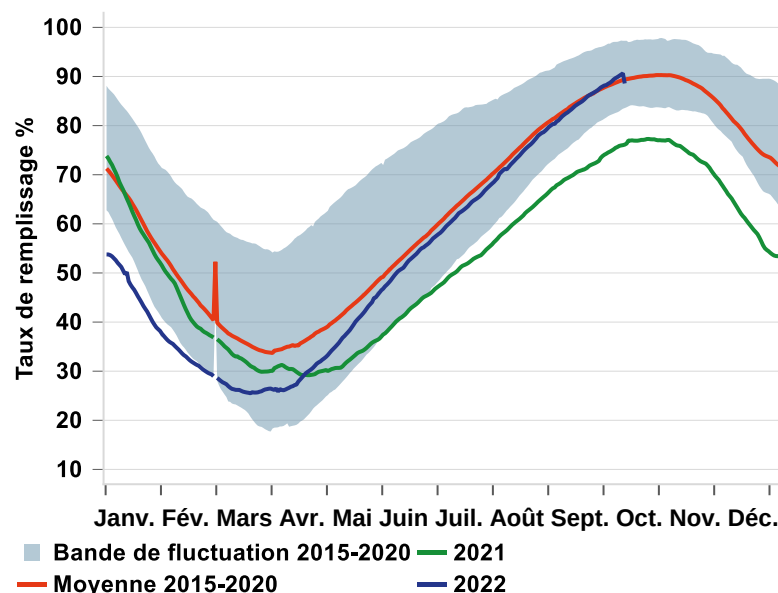
Courbes futures des prix de l'électricité - pic quotidien (€/MWh)



Source : Bloomberg, Macrobond, CIC Market Solutions

- Si les stocks de gaz ont atteint de l'objectif de 80% fixé par la Commission européenne, cela ne constitue en rien une garantie (au maximum 2,5 mois de consommation). La capacité des pays européens à passer l'hiver dépendra en grande partie des conditions météorologiques et des réductions de consommations anticipées ou subies

Taux de remplissage des stocks de gaz en Europe



Attention au prix de l'électricité cet hiver et aux risques de rationnement pour éviter des coupures involontaires

Ce document, daté du 14/10/2022, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Crise énergétique : réponse européenne

Limiter au mieux la facture énergétique

A valider fin septembre/début octobre :

Réduction de la consommation d'électricité

- Baisse obligatoire de 5% lors des pics horaires
- Objectif de baisse de la demande globale de 10%
- Jusqu'au 31 mars 2023 au moins

Prix de l'électricité

Assouplissement pour une durée limitée du droit de la concurrence, autorisant un prix réglementé pour les ménages et les PME inférieur aux coûts

Contribution sur les revenus exceptionnels pour les producteurs d'énergie

- Energies renouvelable, nucléaire et lignite : prélèvement sur les recettes supérieures à un prix plafond de 180 €/MWh
 - Mise en œuvre au plus tard le 1^{er} décembre 2022 et jusqu'au 31 mars 2023 au moins
- Energies fossiles : au moins 33% des profits excédentaires, soit ceux dont le montant est supérieur de plus de 20% aux bénéfices moyens des 3 années précédentes
 - Pendant 1 an (réexamen au 15 octobre 2023)
- 140 MM€ qui seront prélevés par les Etats membres et redistribués aux ménages et aux entreprises

Quelle suite ?

20-21 octobre : Conseil européen

→ **Vote à la majorité qualifiée au sein du Conseil**



En cours d'élaboration :

Réforme structurelle du marché de l'électricité

Réformer en profondeur le marché commun pour que le prix de l'électricité ne soit plus fixé en fonction des coûts d'exploitation de la dernière unité de production mobilisée

→ Proposition détaillée en cours d'élaboration

Plafonnement des prix du gaz importé de l'étranger

→ Proposition détaillée en cours d'élaboration
→ L'option est loin de faire l'unanimité

Instruments de liquidité d'urgence garantissant le bon fonctionnement du marché à terme de l'énergie

Validé ✓

Assurer l'approvisionnement en gaz

- Diversification des fournisseurs (nouveaux partenariats, hausse des importations de GNL et d'autres sources)
- Remplissage des stocks de gaz jusqu'à 80% de leur capacité au 1^{er} novembre 2022
- Objectif de réduction de 15% de la consommation de gaz d'ici mars 2023

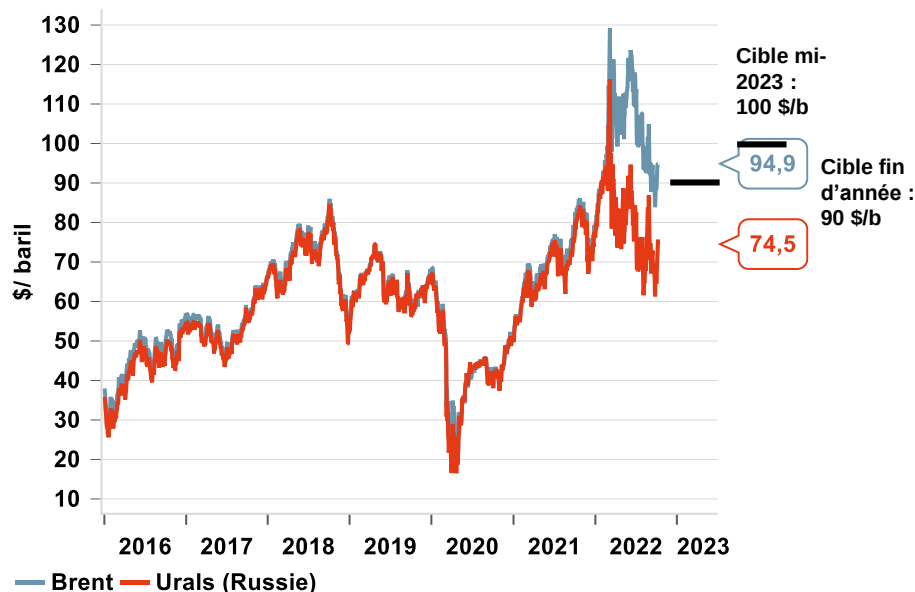
Source : Commission européenne, CIC Market Solutions

L'Europe veut réduire la facture énergétique, tout en conservant un signal prix suffisant pour inciter les agents économiques à faire des économies durables

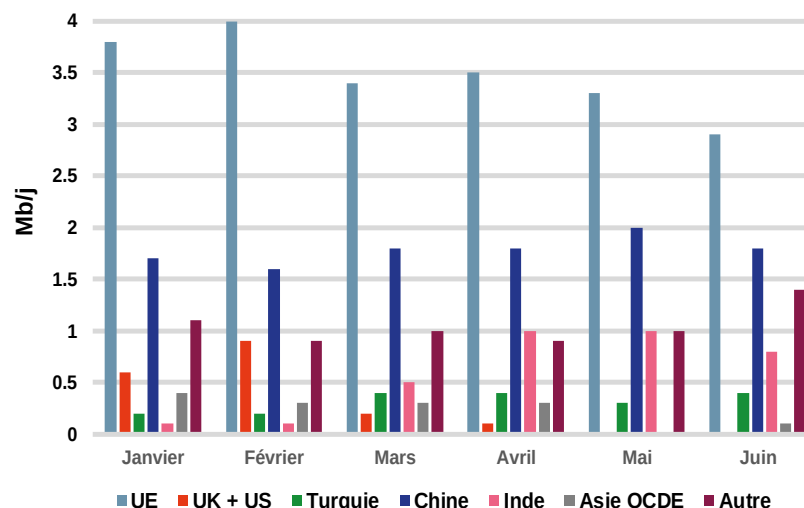
Pétrole

L'Europe osera-t-elle aller jusqu'au bout ?

Evolution du prix de la référence russe (Urals) et du Brent



Exportations russes de pétrole par destination



Source : Bloomberg, CIC Market Solutions

- En dépit de l'annonce des sanctions contre la Russie, ses exportations de pétrole se maintiennent à un niveau relativement élevé, ce qui explique en grande partie la rechute récente des cours. À cela s'ajoutent les craintes exacerbées sur la demande

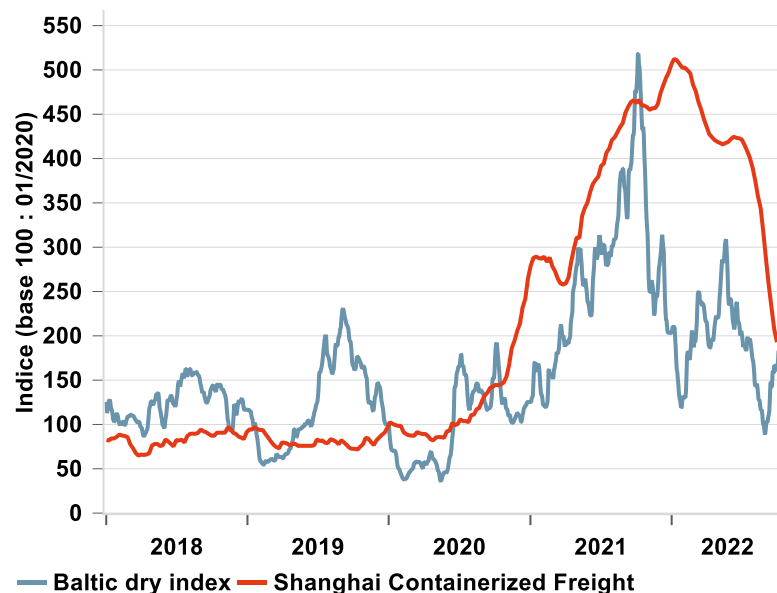
Nos cibles (90 \$/b à fin 2022 puis 100 \$/b courant 2023) restent au-dessus du niveau actuel :

- 1/ Entrée en vigueur des sanctions contre le pétrole russe à partir de décembre (jusqu'à 1,5 Mb/j disparaîtront à terme selon nous, même en tenant compte du détournement vers l'Inde et la Chine)
- 2/ Effet substitution du pétrole au gaz (+1 Mb/j environ)
- 3/ L'OPEP est déterminée à défendre ce seuil en coupant sa production
- 4/ Pas d'accord entre l'Iran et les puissances occidentales
- 5/ Les Etats-Unis veulent reconstituer leurs stocks stratégiques courant 2023

Monde : fret & chaînes d'approvisionnement

Les déséquilibres se résorbent

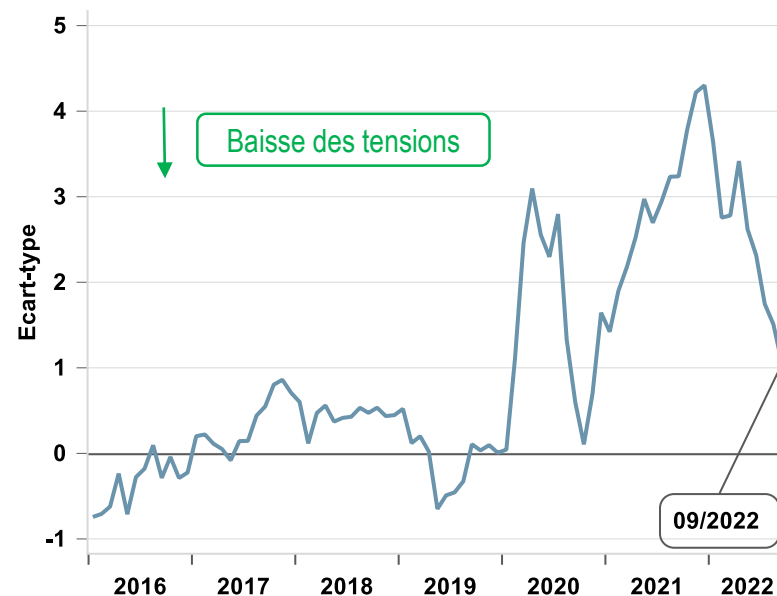
Fret maritime : prix du transport



Source : Macrobond, Fed de NY, CIC Market Solutions

- L'une des principales sources de tension post-pandémie commence à s'estomper, ce qui constitue un élément favorable pour les entreprises et un soutien au commerce mondial. Attention toutefois, car la normalisation des chaînes d'approvisionnement mondiales s'explique en partie par le ralentissement de la demande mondiale

Monde : indicateur de tensions logistiques



Des signaux que l'offre se détend se renforcent depuis le printemps et la tendance devrait se poursuivre

Ce document, daté du 14/10/2022, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

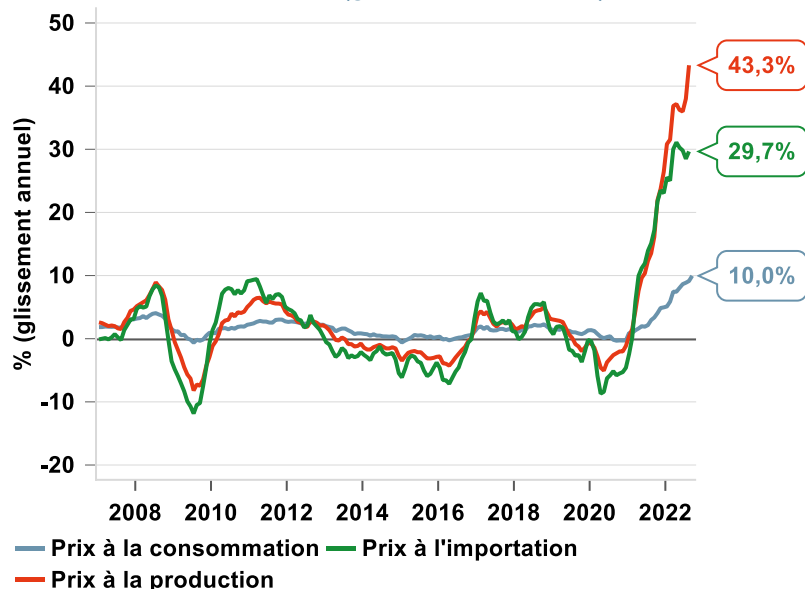
Perspectives d'inflation

La rechute de l'inflation approche mais prendra du temps

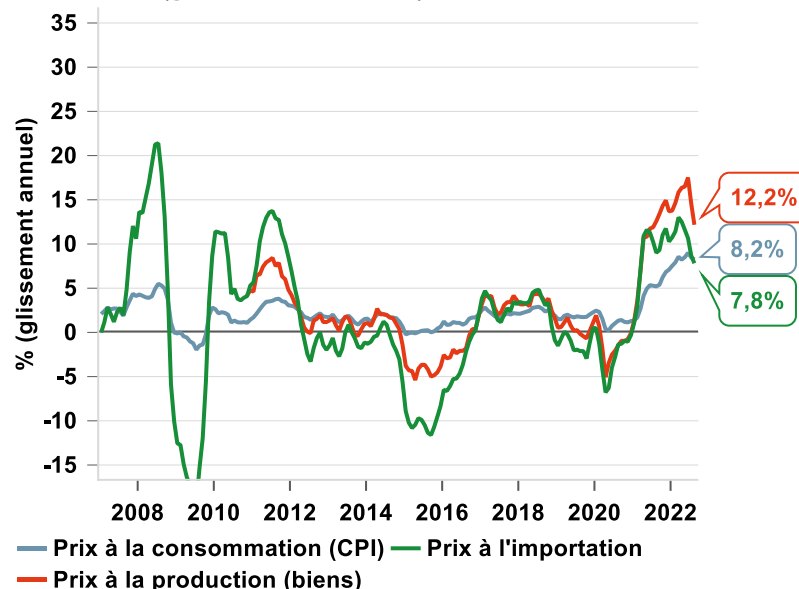
Zone euro et Etats-Unis : évolution des prix

Un niveau historiquement élevé

Zone euro : prix à l'importation et à la production dans l'industrie et consommation (glissement annuel, %)



Etats-Unis : prix à l'importation, production et consommation (glissement annuel, %)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- Les entreprises répercutent les hausses de coûts initialement liées aux matières premières et aux problématiques d'approvisionnement, qui vont se poursuivre avec la situation sanitaire chinoise et les tensions liées à la Russie. La hausse des salaires entretient aussi de manière croissante l'inflation, en particulier aux Etats-Unis
- L'inflation européenne a dépassé celle des Etats-Unis en raison de la crise énergétique qui prend le relais de celle de la Covid-19

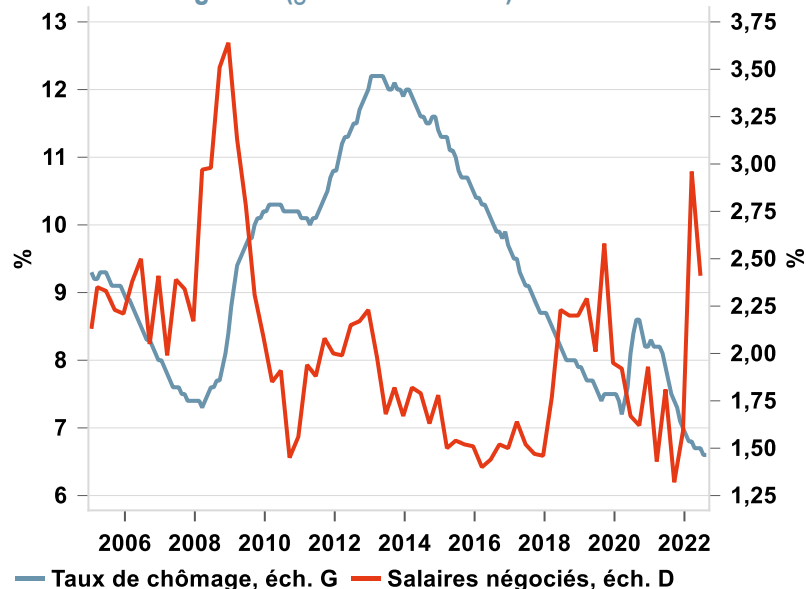
Le choc d'inflation est puissant et s'amplifiera en Europe

Ce document, daté du 14/10/2022, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Zone euro : salaires et main-d'œuvre

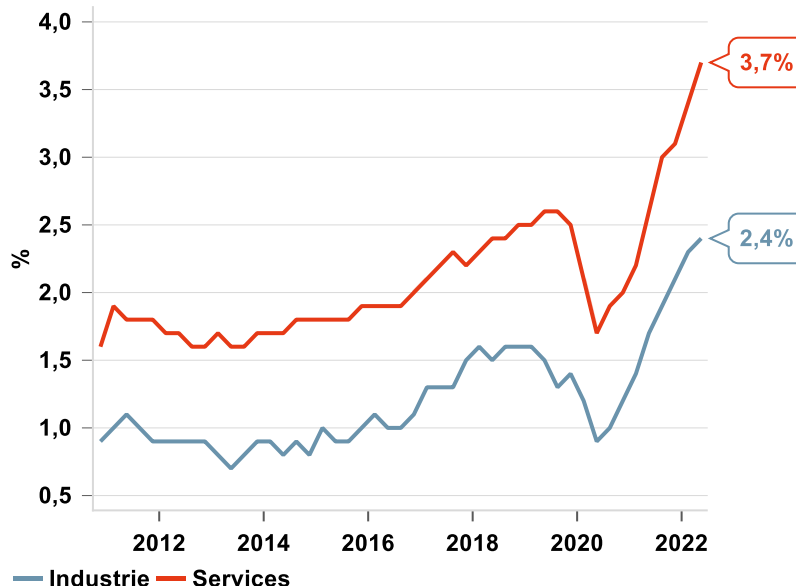
Les salaires accélèrent, renforçant le risque de boucle inflation-salaires

Zone euro : taux de chômage et évolution des salaires négociés (glissement annuel)



Source : Macrobond, BCE, CIC Market Solutions

Zone euro : emplois disponibles (en % de l'emploi total)



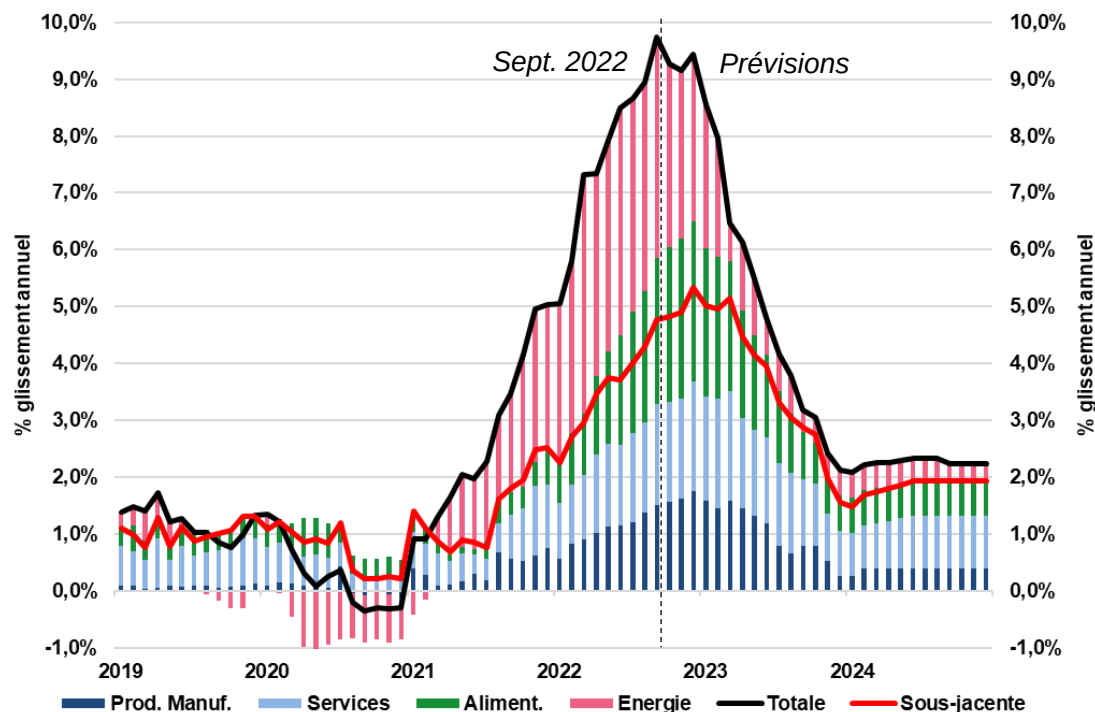
- La pénurie de main-d'œuvre constitue un catalyseur qui l'emportera à court terme et portera les prix (notamment dans les services)
- Entre ralentissement marqué de l'activité et pressions croissantes sur les marges, les perspectives salariales devraient ralentir à moyen terme

Les hausses de salaire risquent de continuer de gagner en puissance au cours des prochains trimestres. La durée du mouvement dépendra de la disponibilité de la main-d'œuvre et de l'ampleur de la récession

Zone euro : notre schéma d'inflation

Un pic toujours plus élevé et une rechute lente

Zone euro : projection d'inflation



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

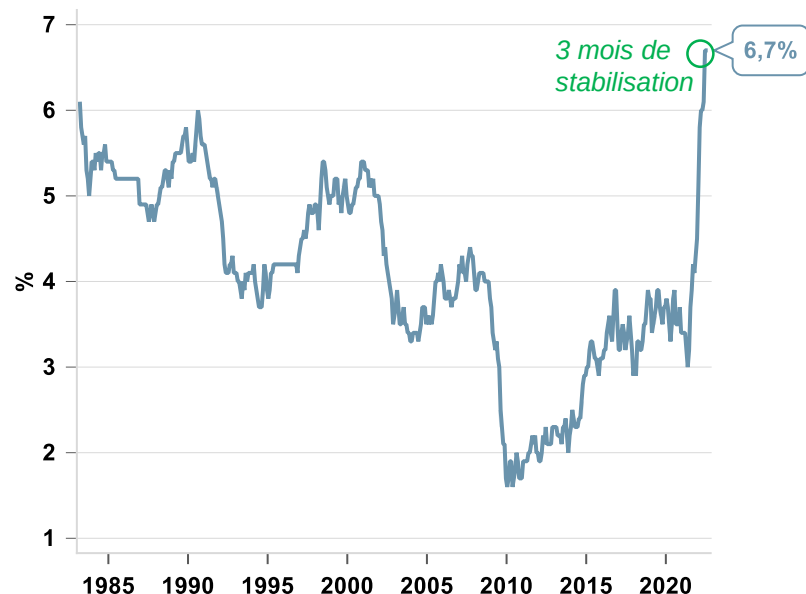
- Les chocs se sont multipliés entraînant l'inflation vers des sommets, notamment en raison de la crise énergétique
- Si le pic approche, la rechute sera lente car les prix des services et des produits alimentaires prendront le relai de ceux de l'énergie
- Structurellement, l'économie européenne devrait être en mesure de générer deux fois plus d'inflation qu'avant la crise sanitaire

Les critères de la BCE pour remonter les taux directeurs sont atteints, ce qui plaide pour la poursuite de hausses rapides des taux directeurs d'ici la fin de l'année

Etats-Unis : salaires et emplois

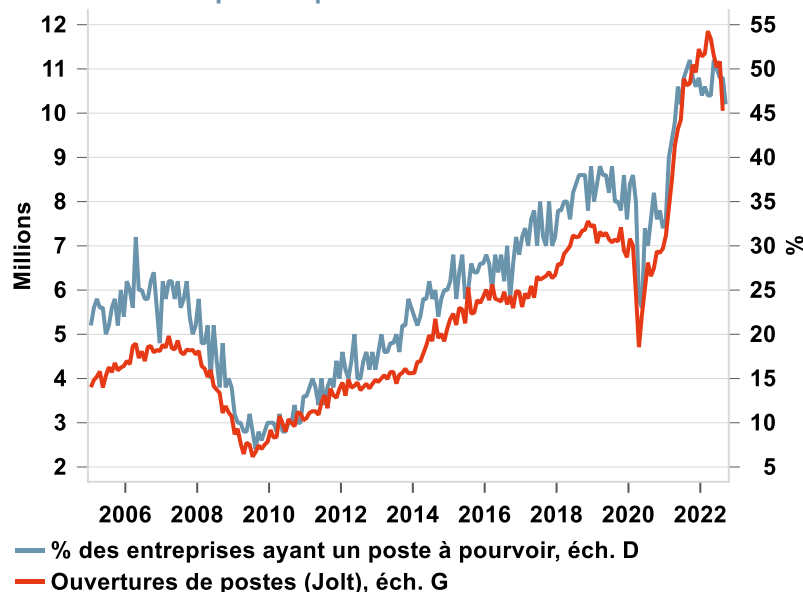
La pénurie de main d'œuvre a fait décoller les salaires

Etats-Unis : salaire médian de la Fed d'Atlanta



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Etats-Unis : ouvertures de postes et part des entreprises ayant un poste à pourvoir



- Les entreprises connaissent encore de grandes difficultés à recruter et conserver leurs employés, ce qui les a contraintes à passer des hausses de salaires plus substantielles
- Toutefois, les signes de fléchissement se multiplient dans les statistiques ou dans les enquêtes

Les hausses de salaires vont s'essouffler mais elles sont encore trop élevées pour que la Fed puisse cesser son resserrement monétaire

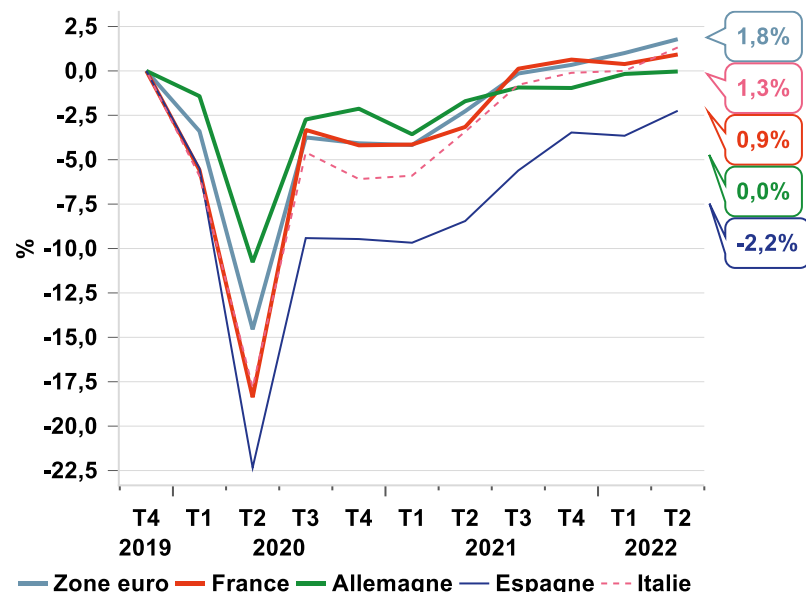
Zone euro

Eviter la pénurie à tout prix mais pas la récession

Indicateurs avancés en zone euro

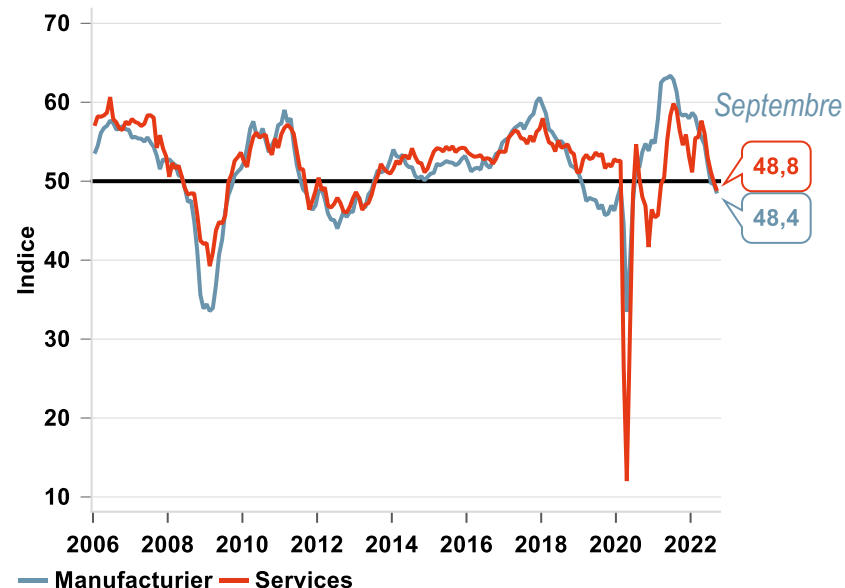
Le rebond économique touche à son terme

Zone euro : variation du PIB depuis le T4-2019



Source : CIC Market Solutions, Macrobond

Zone euro : indicateurs d'activité PMI par composante



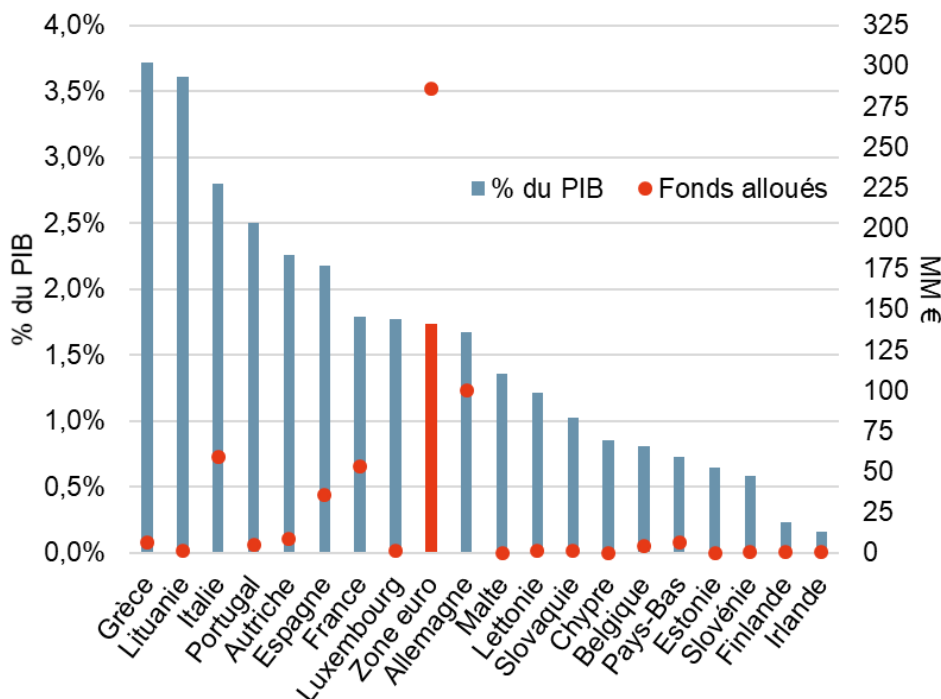
- L'inflation, la crise énergétique et la faiblesse de la demande mondiale pèsent de plus en plus maintenant que l'effet de rattrapage est derrière nous
- Les indices PMI pointent vers un ralentissement économique avec notamment un fort recul de la composante « nouvelles commandes »

Le ralentissement de la croissance a déjà débuté et va s'amplifier, alors que les contraintes pesant sur les entreprises et les ménages vont être à leur apogée pendant l'hiver

Zone euro : plan de relance

Des mesures de soutien à destination des ménages toujours soutenues

Zone euro : soutien budgétaire pour limiter l'impact des hausses de prix de l'énergie (à août)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions, Bruegel

Zone euro : détail des mesures de soutien les plus récentes

Allemagne : 65 MM€ + 200 MM€

- Relèvement du revenu minimum d'insertion
- Chèque énergie aux retraités et aux étudiants
- Plafonnement des prix de l'électricité de la consommation de base pour les ménages et PME (25 MM€/an)
- Plafonnement des prix du gaz (91 MM€ d'ici 2024)
- Soutien aux entreprises en difficulté
- Soutien à liquidité des producteurs d'énergie en difficulté
- Baisse de la TVA sur le gaz

France : 45 MM€

- Prolongement du bouclier tarifaire dans la limite de 15% de hausse des prix de l'électricité en 2023
- Versement d'un chèque énergie aux ménages les plus modestes (150 € en moyenne pour 12 M de ménages, soit 1,8 MM€)

Pays-Bas : 17 MM€

- Plafonnement des prix du gaz et de l'électricité jusqu'à fin 2023, maintien des réductions pour le carburant
- Augmentation de 10% du salaire minimum en janvier et hausse des subventions pour la santé et le loyer

Les Etats européens ont engagé des dépenses afin de soutenir leur économie face à la crise énergétique. Le gel des règles budgétaires européennes en 2023 et l'instauration de mesures extraordinaires européennes de taxation des profits des producteurs énergétiques offriront des marges de manœuvre aux gouvernements

Croissance économique en zone euro

Prévisions par pays

Zone euro : scénario de croissance (en glissement annuel, %)

		2020		2021		2022		2023		2024	
	Poids	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°
PIB		-6,2%		5,2%		3,2%		-0,4%		0,8%	
dont :											
Allemagne	29%	-4,1%	-1,2%	2,6%	0,7%	1,5%	0,4%	-0,7%	-0,2%	0,7%	0,2%
France	20%	-7,9%	-1,6%	6,8%	1,4%	2,5%	0,5%	-0,1%	0,0%	0,7%	0,1%
Italie	15%	-9,1%	-1,4%	6,6%	1,0%	3,4%	0,5%	-0,1%	0,0%	0,5%	0,1%
Espagne	10%	-11,3%	-1,2%	5,5%	0,6%	4,6%	0,5%	0,5%	0,0%	1,1%	0,1%

Source : CIC Market Solutions

+

Facteurs clés
2022-2023

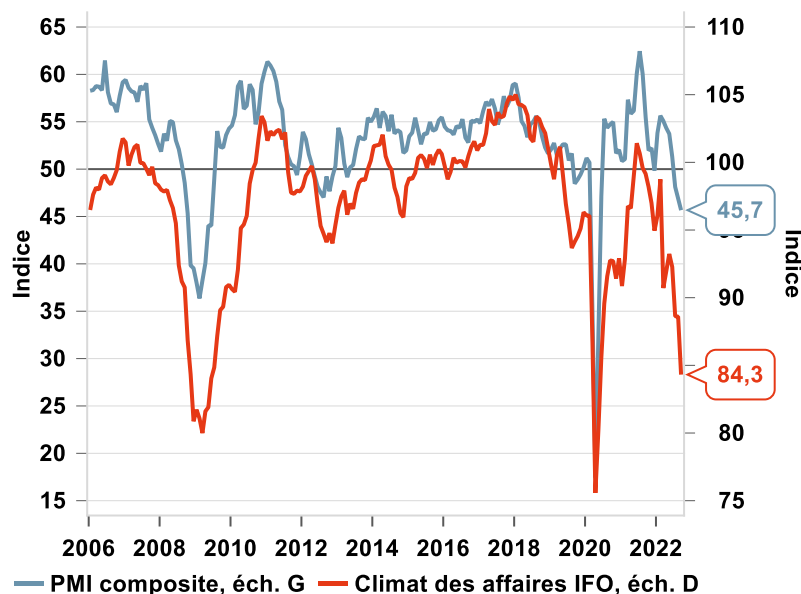
-

Consommation	- Soutien des Etats - Hausse des salaires - Epargne accumulée	- Vigueur de l'inflation impliquant des pertes de pouvoir d'achat - Erosion de la confiance et prudence - Disponibilité des produits
Investissement	- Les carnets de commandes partent d'un point haut - Dépenses publiques et plans de relance	- Pénuries et coût de l'énergie - Durcissement des conditions financières - Incertitudes politiques et géopolitiques - Faillites d'entreprises
Commerce extérieur	- Faiblesse de l'euro - Tourisme	- Tensions sur l'approvisionnement et le transport de marchandises - Prix de l'énergie

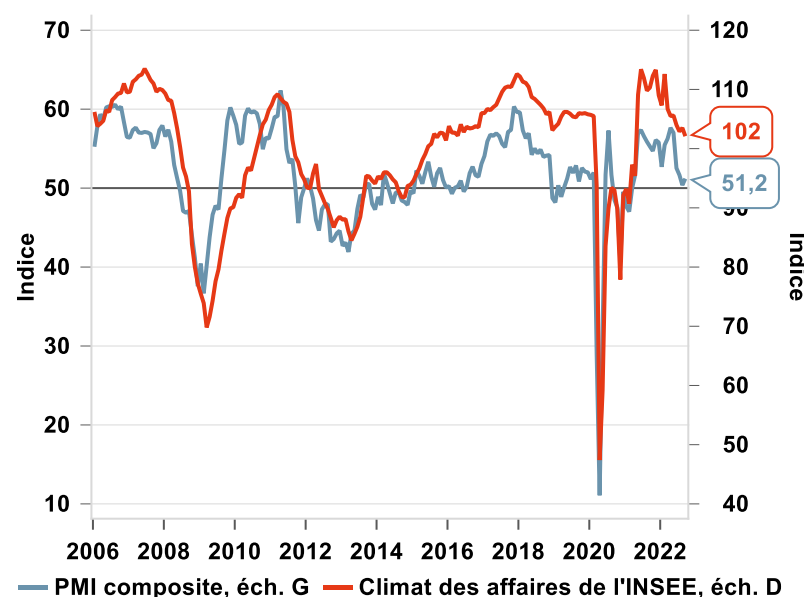
France et Allemagne : activité économique

Des perspectives dégradées

Allemagne : PMI composite et indice d'activité IFO



France : PMI composite et indice du climat des affaires INSEE



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

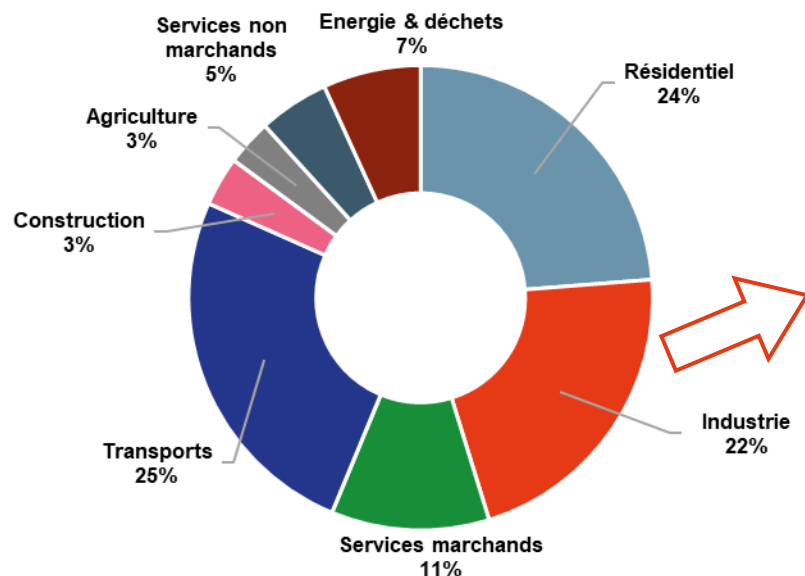
- En raison de la crise énergétique (forte dépendance en gaz russe), l'activité économique se dégrade fortement en Allemagne, en particulier dans l'industrie
- L'activité ralentit en France sans pour autant se contracter bien que les perspectives s'assombrissent également

La croissance économique en zone euro devrait se contracter au cours des prochains trimestres, sous l'effet de la crise énergétique

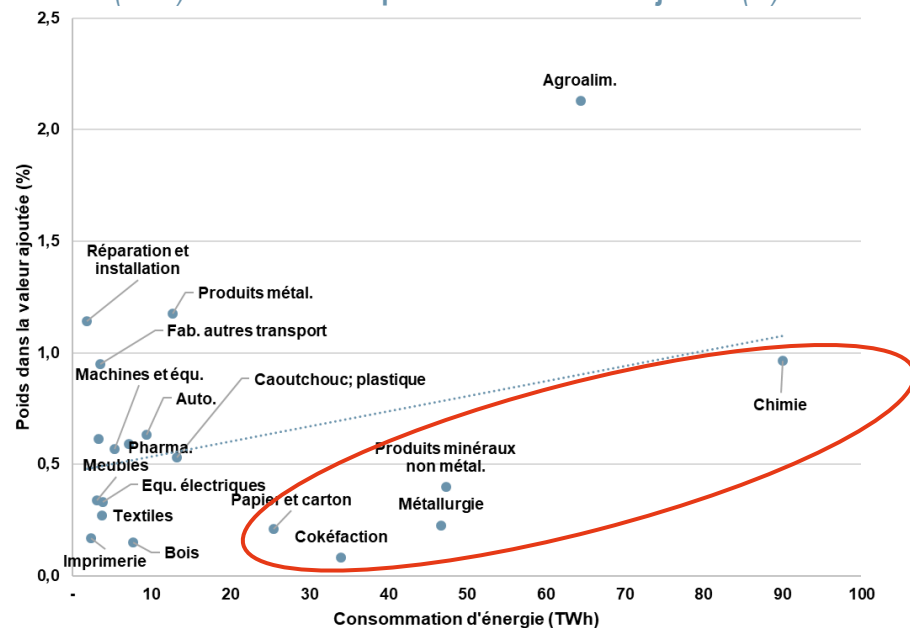
Sobriété pour tous

Eviter les pénuries d'énergie cet hiver

France : répartition de la consommation d'énergie (% du total)



France : consommation d'énergie dans l'industrie manufacturière (TWh) en fonction du poids dans la valeur ajoutée (%) en 2019



Source : SDES (Ministère de la transition écologique), Macrobond, CIC Market Solutions

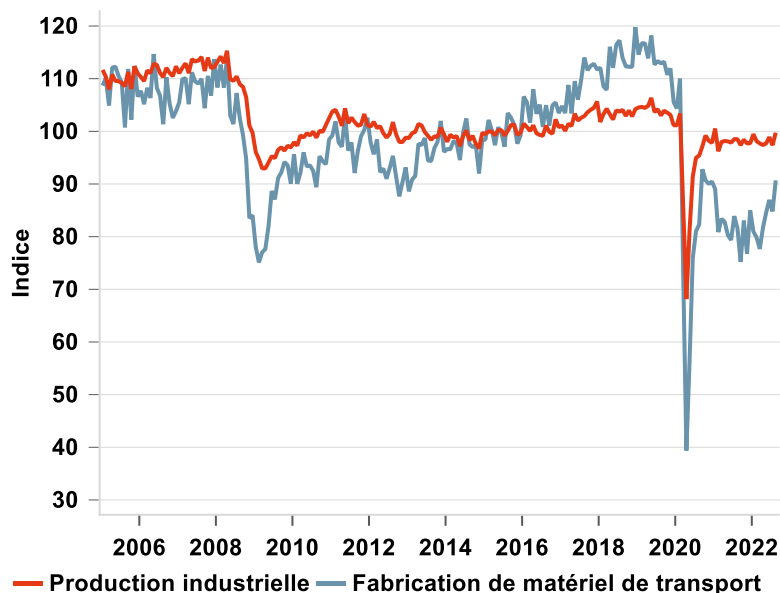
- Le gouvernement a d'ores et déjà annoncé un objectif de **réduction de 10%** de la consommation d'énergie sur deux ans par rapport à 2019. Un plan national de sobriété va être dévoilé début octobre
- Au-delà de l'effort de sobriété, de nombreuses entreprises se retrouvent contraintes de réduire, voire d'arrêter leur production face à un coût qui rend leur activité non rentable

Le gouvernement souhaite éviter un choc majeur sur la production et le pouvoir d'achat mais la nécessaire réduction de la consommation d'énergie pèsera sur l'activité économique

Risques pour l'industrie française

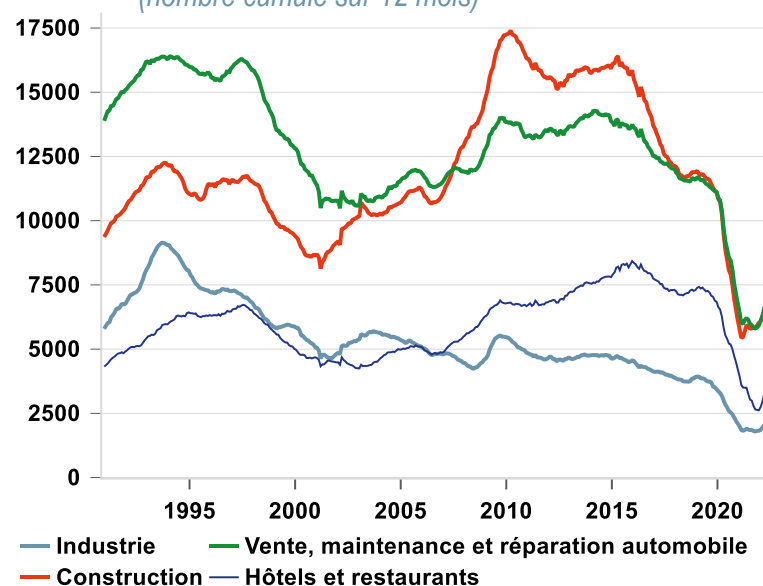
Attention à l'effet domino

France : production industrielle, hors construction



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

France : défaillances d'entreprises mensuelles par secteur
(nombre cumulé sur 12 mois)



- Face à l'explosion à la hausse des factures payées et à venir par les entreprises (beaucoup de contrats d'approvisionnement en énergie arrivent à échéance en fin d'année), plusieurs d'entre-elles ont d'ores et déjà annoncé un arrêt temporaire de leur production (Duralux par exemple)
- En l'absence d'aide du gouvernement, le nombre de faillites d'entreprises risque d'augmenter de manière sensible ces prochains mois (au-delà du retour à un niveau plus normatif post-pandémie)

Le ralentissement économique sera accentué ces prochains mois par l'arrêt des chaînes de production françaises. Le gouvernement veillera toutefois à limiter l'ampleur du choc selon nous

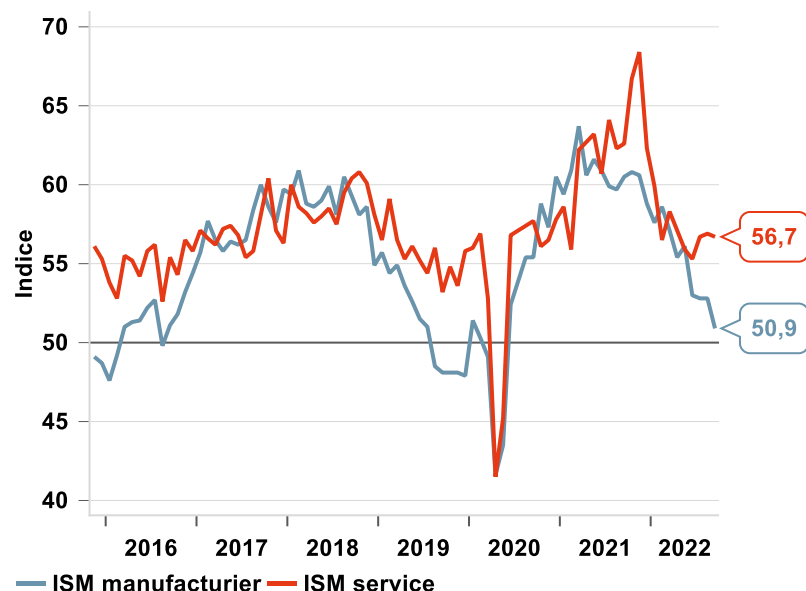
Etats-Unis

Plus résiliente, l'économie américaine n'échappera toutefois pas au ralentissement

Etats-Unis : indicateurs avancés

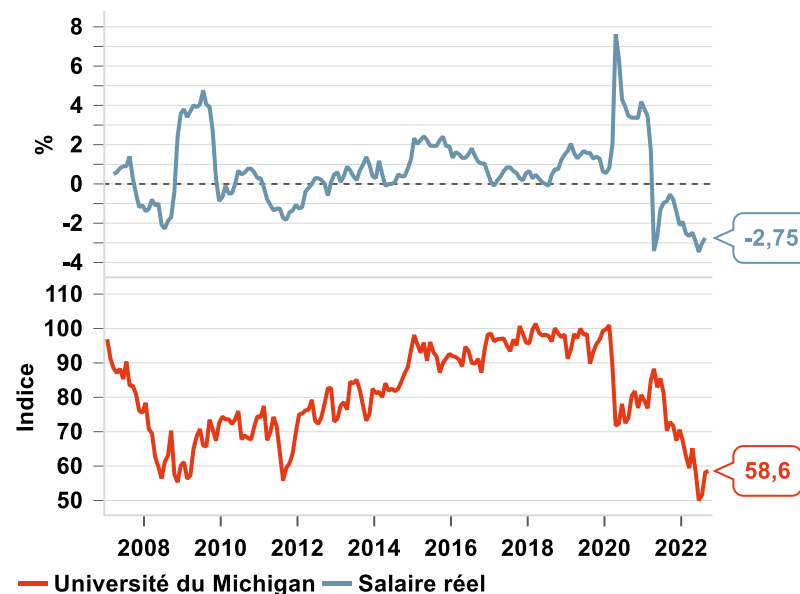
Une croissance globalement résiliente, mais le ralentissement va s'accroître

Etats-Unis : indices ISM



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Etats-Unis : confiance des ménages et salaire réel



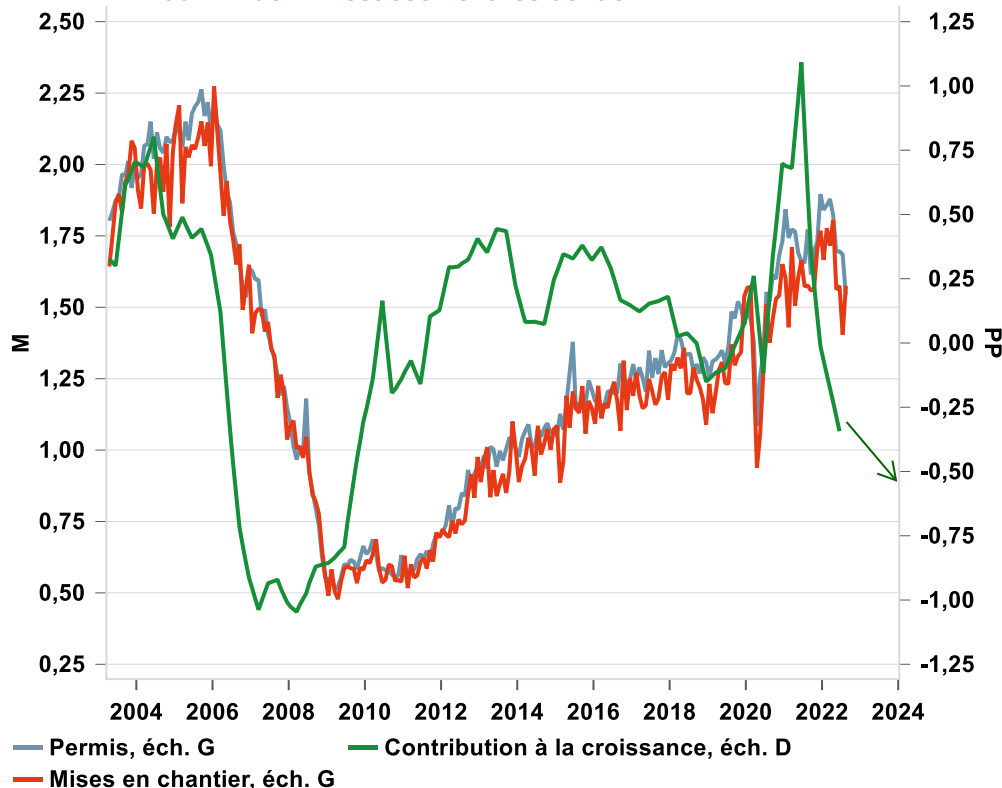
- Malgré les vents contraires, l'activité économique surprend par sa résilience, aussi bien dans le secteur manufacturier que dans celui des services

L'économie américaine marque le pas en raison de l'inflation et de la remontée des taux d'intérêt mais elle est moins sensible à la crise énergétique que l'Europe

Ralentissement aux Etats-Unis : immobilier

Le pire est encore devant nous

Etats-Unis : permis de construire, mises en chantier et contribution au PIB de l'investissement résidentiel



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

La tendance du secteur de l'immobilier montre que le ralentissement de la croissance souhaité par la Fed est en train de prendre forme, mais il doit s'inscrire dans la durée pour que l'institution puisse être davantage convaincue d'avoir réduit les risques de tensions inflationnistes

- Vers une contraction du secteur qui devrait s'aggraver et peser de plus en plus lourdement sur la croissance (jusqu'à coûter 50 pb de croissance en 2023)
- La situation reste toutefois bien moins à risque qu'en 2006-2008 :
 - le poids de l'immobilier dans le PIB a baissé
 - l'effet « richesse » ne sera pas aussi négatif puisque la pénurie d'offre protège les prix d'une correction brutale
 - l'offre reste sous tension par rapport à une demande qui baisse, mais ne s'effondre pas (le télétravail est un support structurel)
 - les ménages ne sont plus endettés à taux variables, limitant le risque de défaut de paiement avec la remontée des taux hypothécaires

Etats-Unis : élections de mi-mandat*

Vers une cohabitation ?

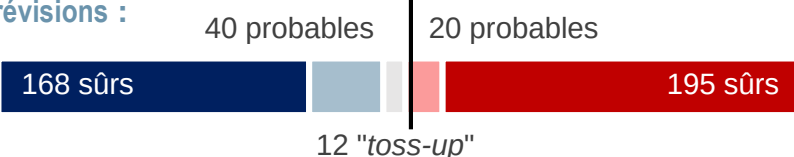
Chambre des représentants



Situation actuelle :

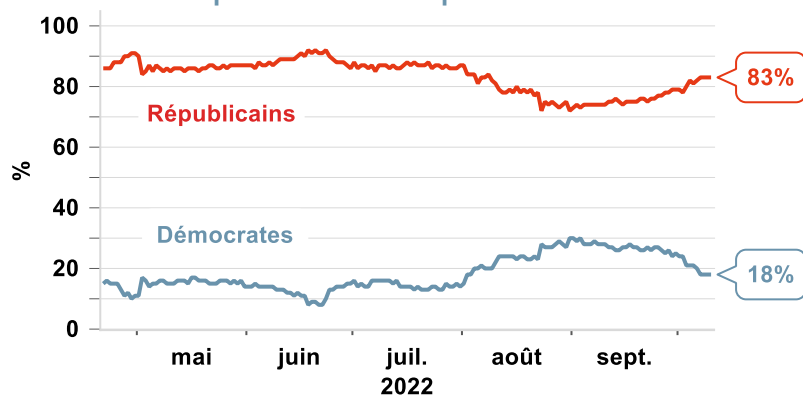


Prévisions :



Source : FiveThirtyEight, CIC Market Solutions

Evolution de la probabilité de remporter la chambre basse



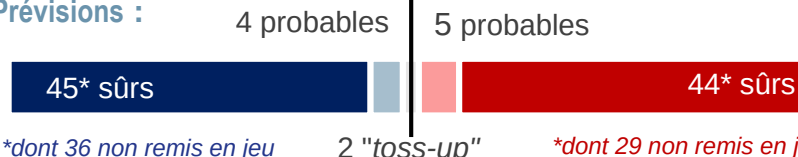
Sénat



Situation actuelle :



Prévisions :



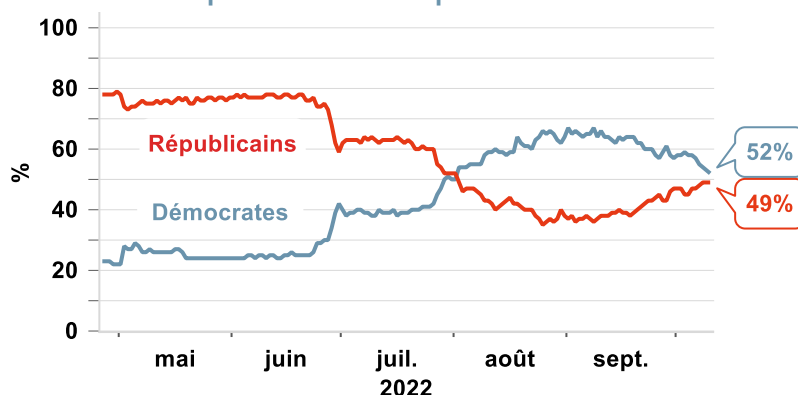
*dont 36 non remis en jeu

*dont 29 non remis en jeu

« Sûrs » : > 95%

« Probables » : > 60%

Evolution de la probabilité de remporter le Sénat



Les sondages donnent la chambre des Représentants aux Républicains, mais les Démocrates ont repris la tête pour le Sénat. Une cohabitation reste l'issue la plus probable avec un impact limité sur la croissance et les marchés financiers

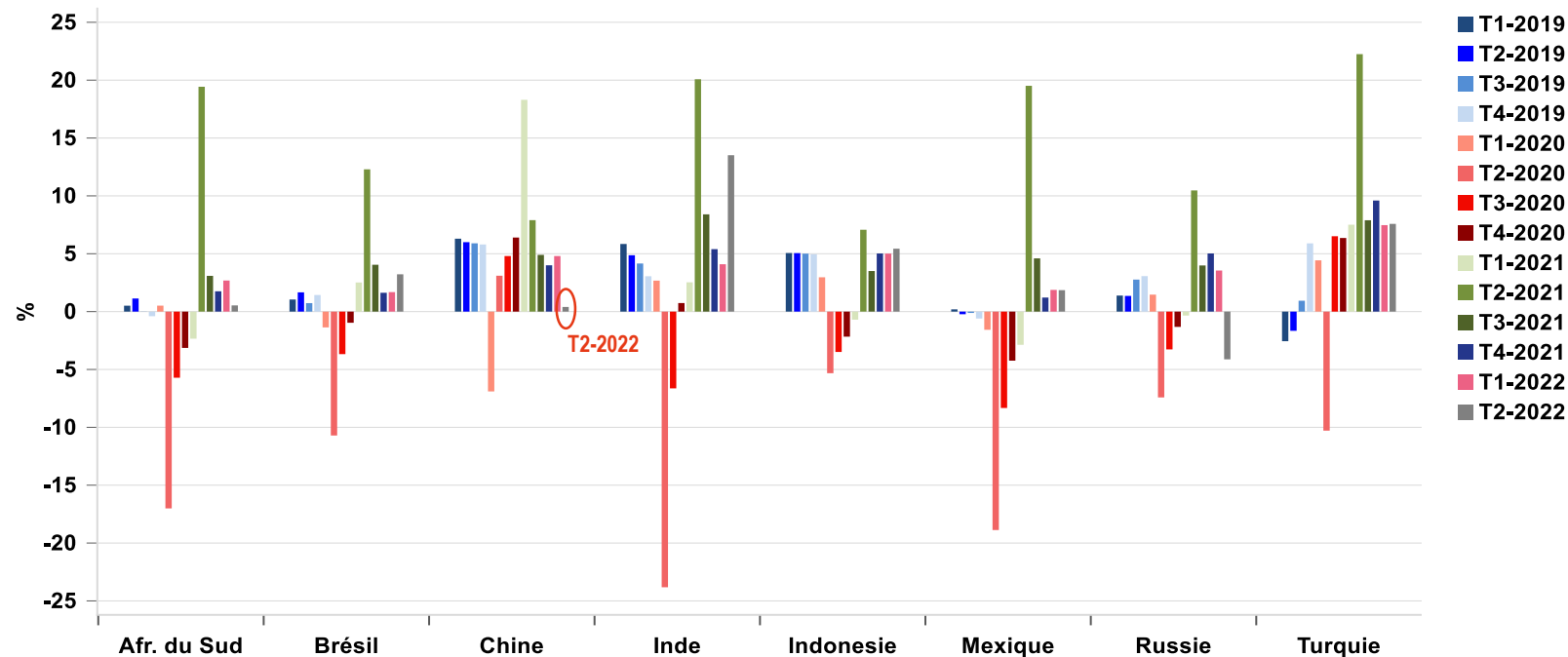
Pays émergents

Attention au choc inflationniste et à l'épidémie en Chine

Contexte économique des pays émergents

Pris dans les turbulences mondiales

Pays émergents : taux de croissance (glissement annuel, %)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

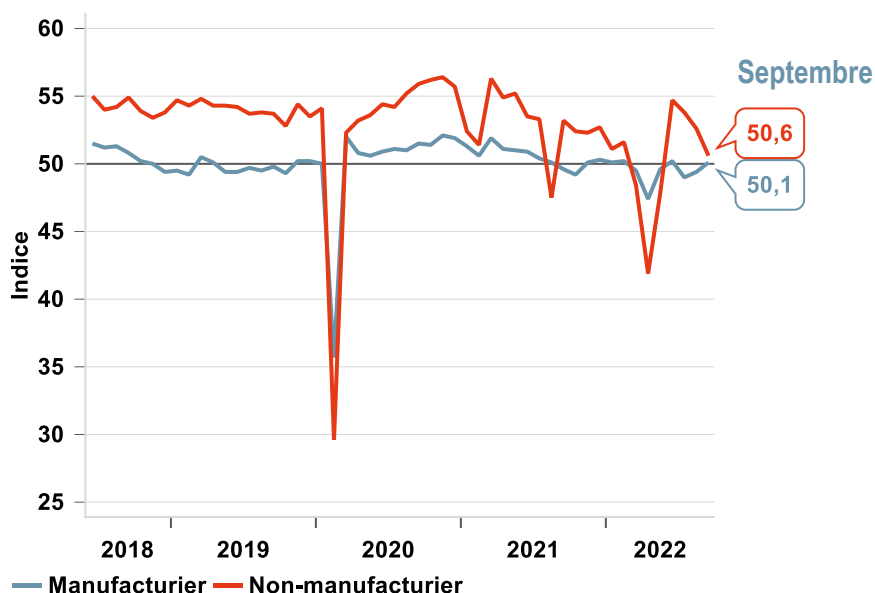
- Au 1^{er} semestre, les économies émergentes ont dans leur ensemble résisté malgré un environnement international dégradé par : 1/ la guerre en Ukraine ; 2/ l'envolée de l'inflation et notamment des prix alimentaires et énergétiques ; 3/ le nécessaire resserrement monétaire des banques centrales des pays développés et émergents et 4/ la déception de la croissance économique chinoise

Après un S1-2022 perturbé, les pays émergents devront encore connaître le ralentissement de la croissance mondiale, mais profiteront du reflux de l'inflation (très liée aux matières premières pour ces pays)

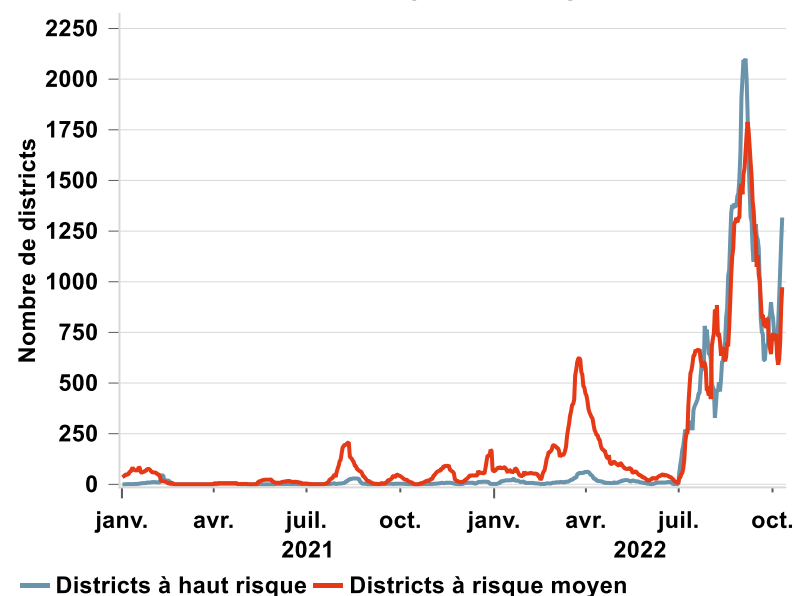
Chine : croissance

Un rebond économique limité par l'épidémie

Chine : indicateurs d'activité PMI officiels



Chine : nombre de districts à risque face à l'épidémie



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

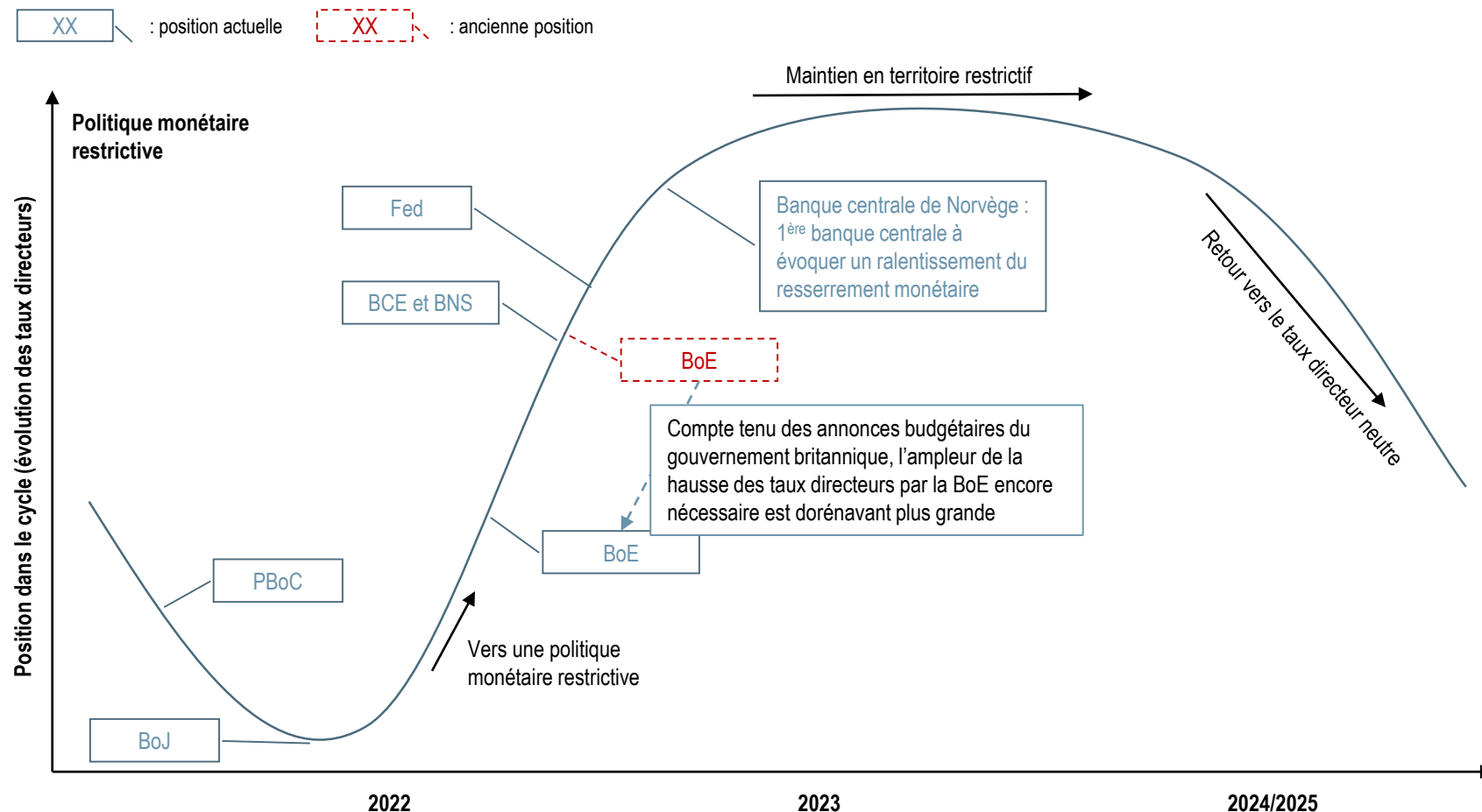
- Si les autorités chinoises ont multiplié les restrictions sanitaires au cours de l'été (plus de 20% du PIB étaient concernés), la rechute du taux d'incidence permet aujourd'hui de lever une partie des restrictions
- Face à une situation économique dégradée, les mesures de soutien budgétaire, et monétaire dans une moindre mesure, sont renforcées et le levier de l'investissement public réactivé

Tant que l'épidémie empêchera une réouverture plus large, le rebond chinois sera limité

Impact sur les différentes classes d'actifs en 2022 et 2023

Banques centrales : quelle suite au resserrement monétaire ?

La fin du resserrement monétaire rapide des banques centrales se rapproche

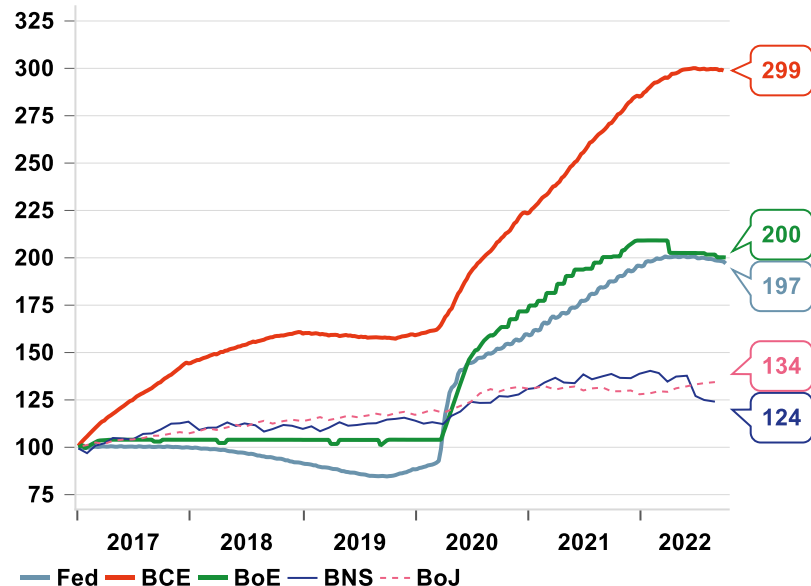


Face à un ralentissement de l'activité et à un amenuisement des pressions inflationnistes, la quasi-totalité des banques centrales ralentiront leur resserrement monétaire dès la fin 2022

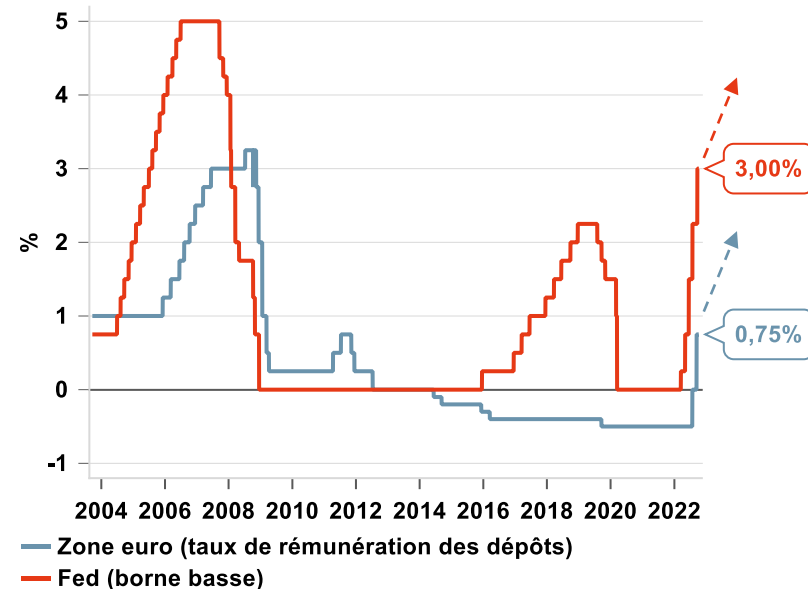
Schéma de sortie des banques centrales

Le calendrier de sortie s'accélère pour freiner l'inflation

Détention d'actifs des principales banques centrales (BCE, Fed, BoE et BoJ) rebasés à 100 au 1er janvier 2017



Fed et BCE : taux directeurs



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

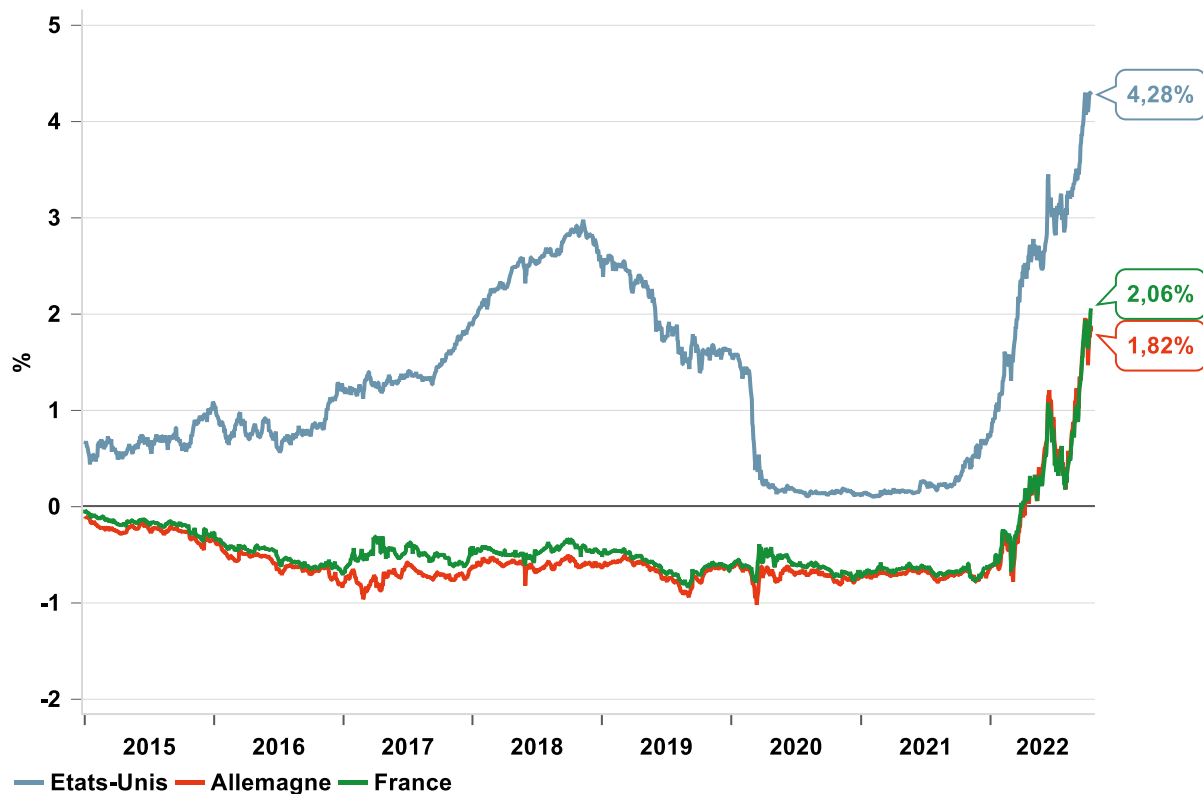
- Mises sous pression par le risque de débordement de l'inflation, les banques centrales cherchent à revenir au plus vite vers une politique monétaire restrictive (qui freinera la demande, la croissance et donc l'inflation)

Contraintes par l'environnement inflationniste, les banques centrales resserrent leur politique monétaire avec une sortie extrêmement rapide, générant des turbulences économiques et financières importantes

Taux souverains à 2 ans

La phase d'intégration des hausses de taux directeurs touche à son terme

Principaux taux souverains à 2 ans (%)



Cibles

fin 2022	juin 2023
4,3%	4,1%
2,2%	2,3%
2,1%	2,2%

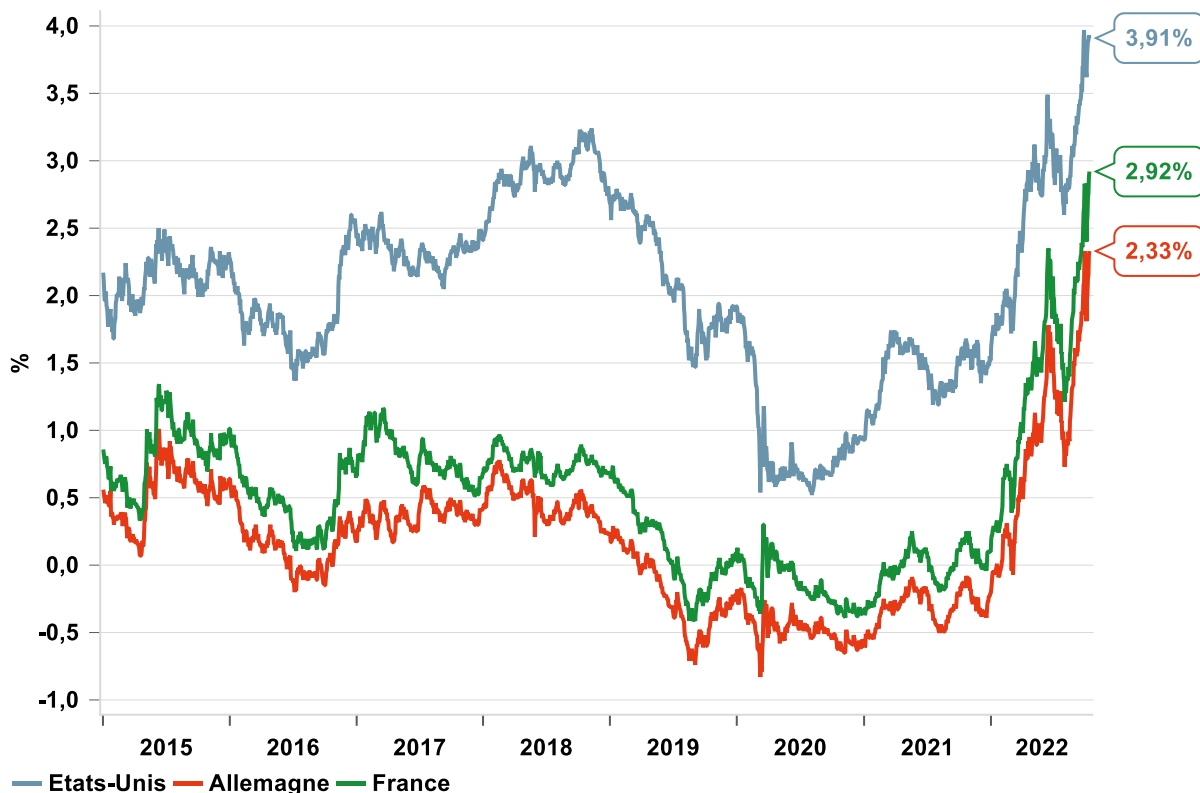
Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Taux courts : à la sortie de l'été, le message des banques centrales a été réintégré : relever les taux directeurs et les maintenir en territoire restrictif pendant de nombreux trimestres. Cet ajustement ayant eu lieu, la hausse des taux est presque achevée

Taux souverains à 10 ans

Epuisement du potentiel haussier

Principaux taux souverains à 10 ans (%)



Cibles

fin 2022	juin 2023
3,8%	3,7%
2,5%	2,6%
2,0%	2,1%

Source : Macrobond, CIC Market Solutions

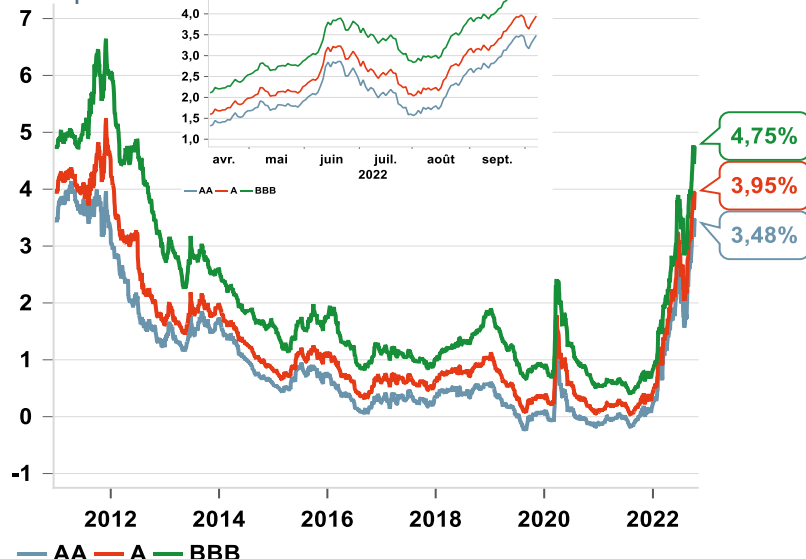
Taux longs : le ralentissement du resserrement monétaire et la récession limiteront le potentiel additionnel de progression. Une correction baissière n'est toutefois toujours pas attendue du fait des catalyseurs toujours majeurs (baisse du bilan des banques centrales via le réinvestissement partiel des montants d'obligations arrivant à échéance, émissions des Etats, nécessité de conserver une politique monétaire restrictive)

Obligations *corporate* Investment Grade (IG)

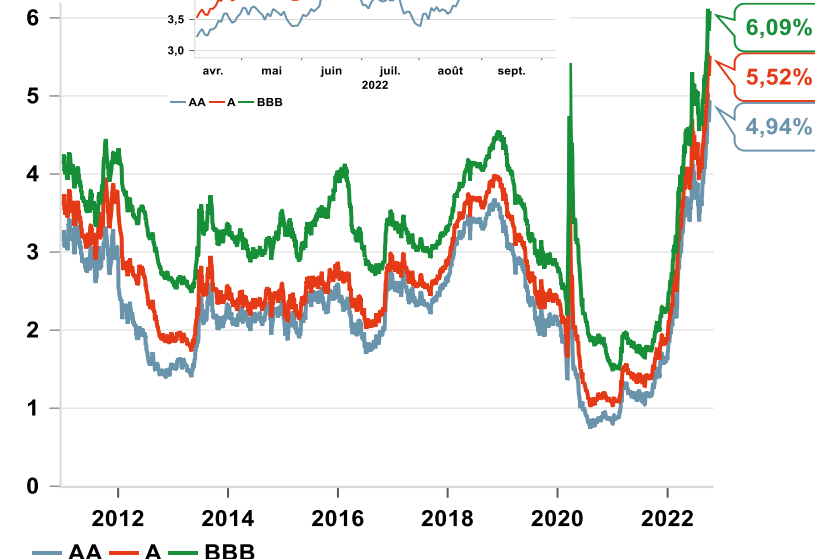
La hausse des rendements devrait se poursuivre

Évolution des rendements obligataires corporate à 5 ans

Europe



Etats-Unis



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- Après une phase d'accalmie cet été, les rendements *corporate* sont repartis à la hausse dans le sillage de la remontée des taux souverains
- Les banques centrales restent déterminées à durcir les conditions financières et continuent d'écarter toute idée d'arrêt du resserrement monétaire tant que la dynamique inflationniste n'est pas de nouveau sous contrôle

Le coût d'endettement des entreprises, même les mieux notées, restera orienté à la hausse

Taux souverains

Notre scénario

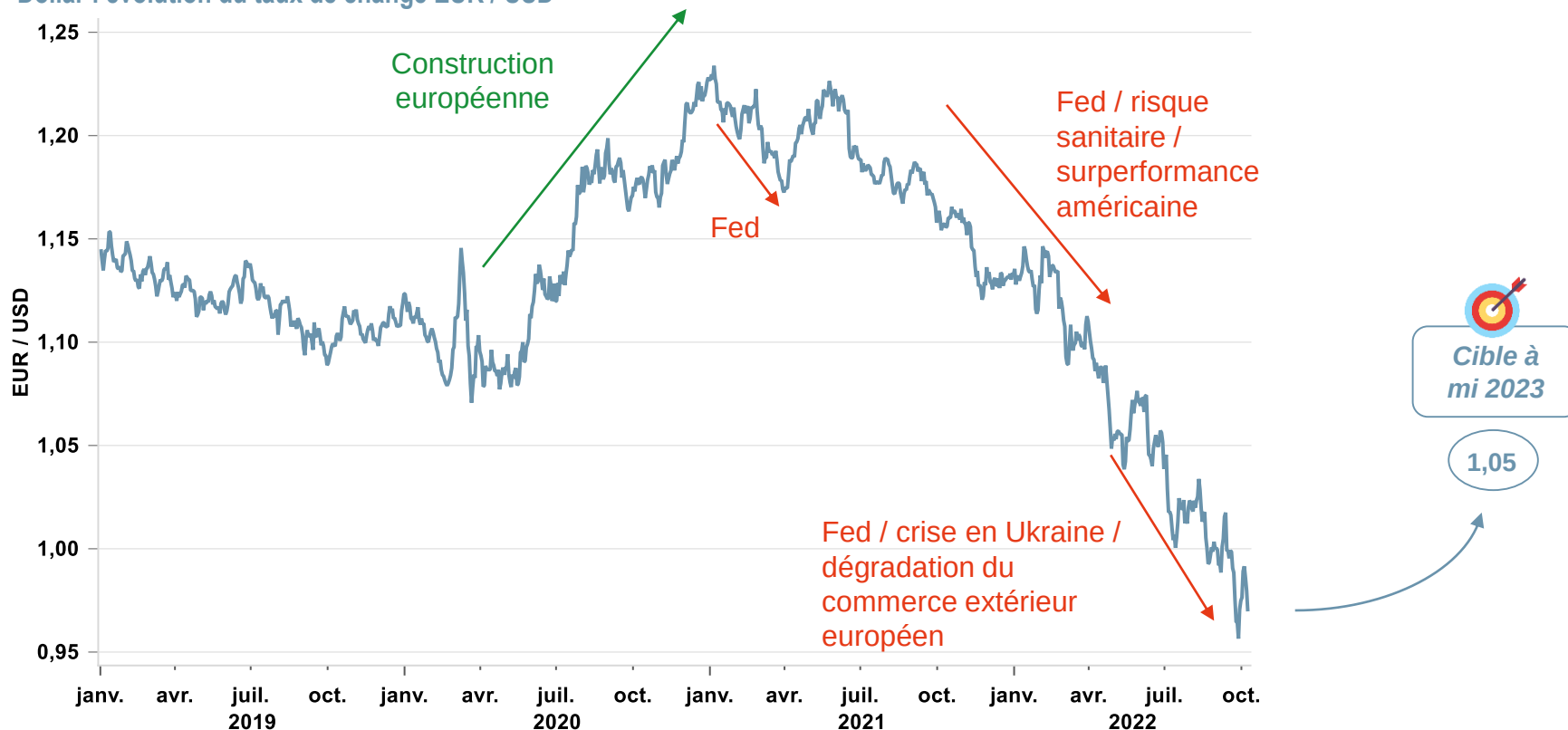
Taux d'intérêt	Déc-20	Déc-21	Déc-22e	Mar-23e	Jun-23e	Sep-23e
Taux directeurs						
BCE - taux de refi	0,00%	0,00%	2,25%	2,50%	2,50%	2,50%
BCE - taux de dépôts	-0,50%	-0,50%	1,75%	2,00%	2,00%	2,00%
BOE	0,10%	0,25%	3,75%	4,50%	4,50%	4,50%
BNS	-0,75%	-0,75%	1,00%	1,50%	1,50%	1,50%
Fed - borne basse	0,00%	0,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Fed - borne haute	0,25%	0,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%
BoJ	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%
Taux courts						
€ster	-0,58%	-0,59%	1,70%	1,95%	1,95%	1,95%
Euribor 3 mois	-0,55%	-0,57%	2,00%	2,10%	2,10%	2,10%
Taux souverains à 2 ans						
Allemagne	-0,71%	-0,64%	2,10%	2,20%	2,20%	2,20%
France	-0,64%	-0,70%	2,20%	2,30%	2,30%	2,30%
Royaume-Uni	-0,05%	0,67%	4,40%	4,60%	4,60%	4,50%
Suisse	-0,78%	-0,70%	1,50%	1,60%	1,60%	1,60%
Etats-Unis	0,13%	0,73%	4,30%	4,20%	4,10%	4,00%
Japon	-0,12%	-0,10%	-0,10%	0,00%	0,00%	0,00%
Taux souverains à 10 ans						
Allemagne	-0,56%	-0,21%	2,00%	2,10%	2,10%	2,10%
France	-0,33%	0,10%	2,50%	2,60%	2,60%	2,60%
Royaume-Uni	0,19%	1,02%	4,10%	4,30%	4,30%	4,20%
Suisse	-0,53%	-0,13%	1,60%	1,70%	1,70%	1,80%
Etats-Unis	0,93%	1,52%	3,80%	3,70%	3,70%	3,60%
Japon	0,02%	0,07%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

Source : CIC Market Solutions

Taux de change euro-dollar

L'euro pénalisé par les nombreux vents contraires alors que le dollar reste haussier

Dollar : évolution du taux de change EUR / USD



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

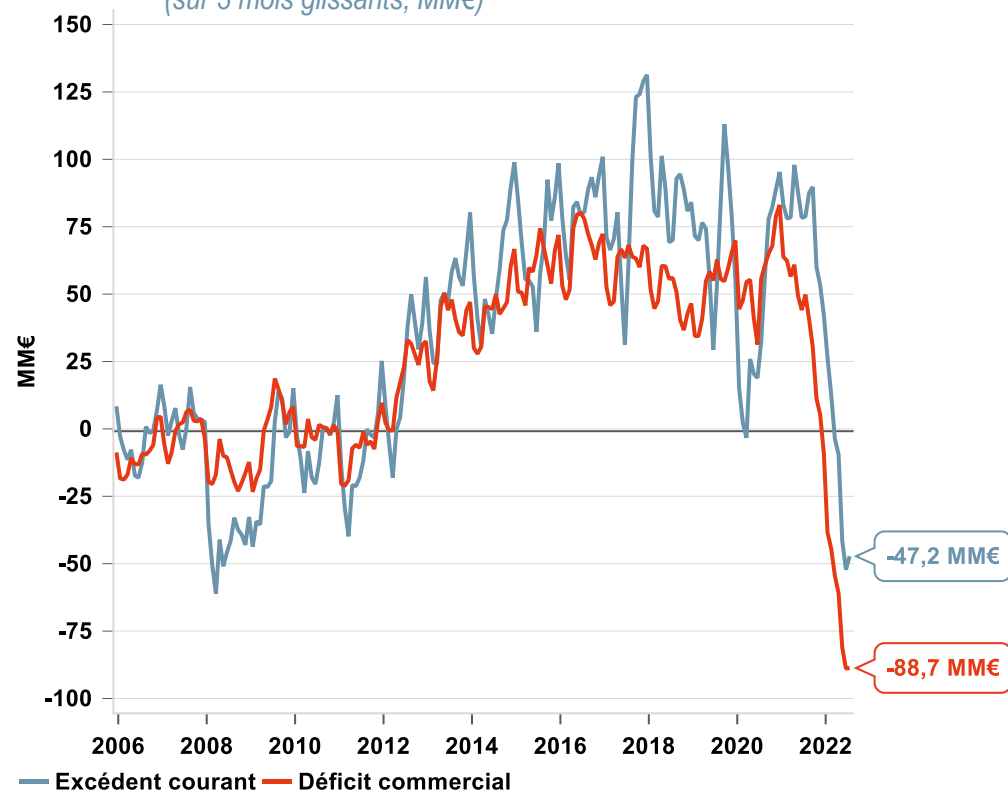
L'euro restera sous pression ces prochains mois en raison de la vigueur du billet vert (Fed moins volontariste / statut refuge), de la poursuite de la dégradation du solde extérieur européen, des craintes géopolitiques et de celles pesant sur la croissance européenne. Le rebond de la monnaie unique est retardé, mais reste toujours attendu pour 2023

Ce document, daté du 14/10/2022, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Taux de change de l'euro et échanges extérieurs

La dégradation du commerce extérieur européen pèse fortement sur l'euro

Zone euro : balance courante et balance commerciale
(sur 3 mois glissants, MM€)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Les craintes d'un déficit courant dorénavant structurel pèseront sur la monnaie unique, mais une amélioration reste envisagée à horizon 2023 avec la récession qui sera plus marquée en Europe que dans le reste du monde

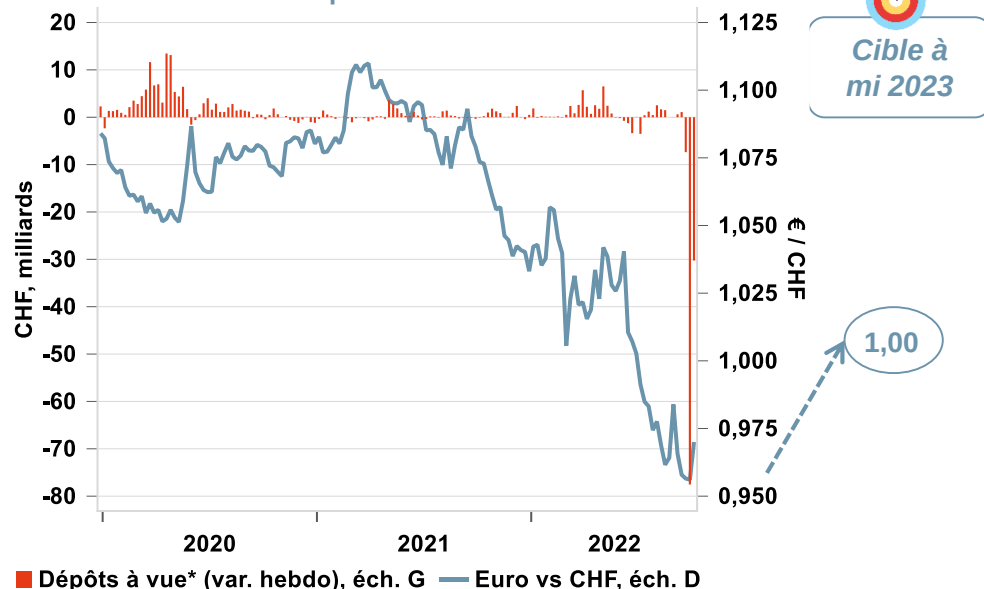
Ce document, daté du 14/10/2022, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

- Le solde commercial de la zone euro s'est nettement détérioré depuis le début de la pandémie et la guerre en Ukraine, en raison :
 - des pénuries dans l'industrie et des déséquilibres d'approvisionnement mondiaux
 - Notre avis : amélioration à venir d'ici 2023 et reprise chinoise favorable
 - du rebond de la demande domestique post-confinement
 - Notre avis : ralentissement marqué de la demande de biens à l'image des Etats-Unis
 - de la dépendance aux importations d'énergie
 - Notre avis : récession et sobriété réduiront cette dépendance à court terme, mais des investissements massifs seront nécessaires pour y remédier durablement
 - de la faiblesse du tourisme mondial
 - Notre avis : retour dès cet été qui se prolongera en 2023

Focus Franc suisse (CHF)

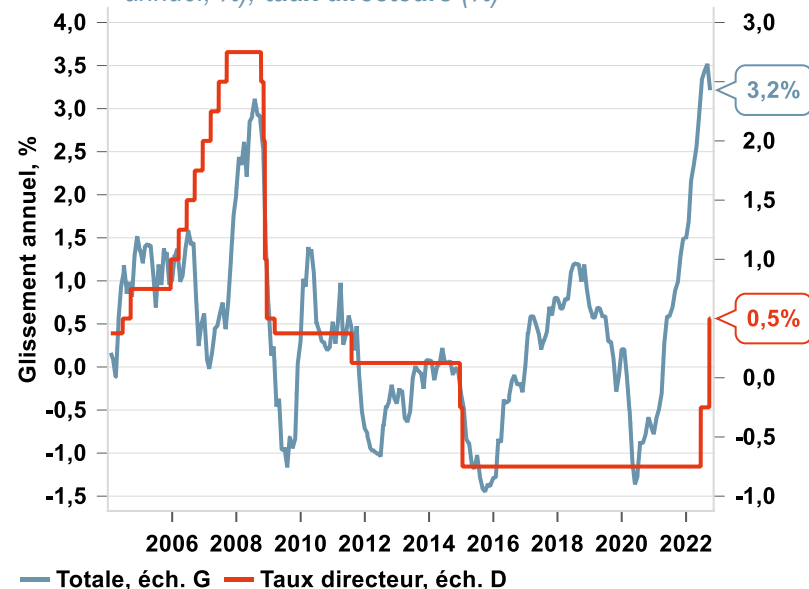
La banque centrale suit la cadence

Suisse : taux de change du franc suisse avec l'euro et variations des dépôts à vue en devises



* Donne une approximation des interventions de la BNS sur le marché des changes

Suisse : taux d'inflation totale et sous-jacente (glissement annuel, %), taux directeurs (%)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- La Banque nationale suisse (BNS) a remonté ses taux de 75 pb le 22 septembre afin de lutter contre la hausse de l'inflation importée. D'autres hausses auront lieu, mais le rythme devrait ralentir
- La BNS tolère un franc suisse plus fort que précédemment face à l'euro, notamment en raison de l'inflation importée, ce qui se retrouve dans la baisse de ses interventions sur le marché des changes

La BNS sera légèrement moins agressive dans son resserrement monétaire que la BCE, ce qui soutiendra le rebond de la monnaie unique

Ce document, daté du 14/10/2022, est la propriété de CIC Market Solutions.
Le lecteur doit se référer aux réserves / disclaimer en fin de présentation

Taux de change

Notre scénario

	Déc-20	Déc-21	Déc-22e	Mar-23e	Jun-23e	Sep-23e
Taux de change (vs Euro)						
USD	1,23	1,13	1,02	1,04	1,05	1,07
GBP	0,90	0,84	0,92	0,93	0,93	0,93
JPY	126	130	151	152	150	150
CHF	1,08	1,03	0,98	0,99	1,00	1,01

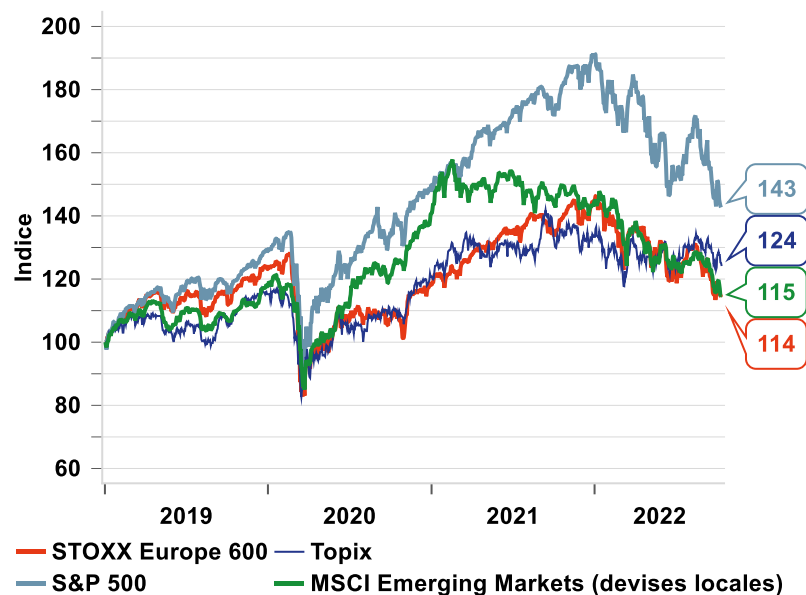
Source : CIC Market Solutions

- **\$:** L'euro restera sous pression ces prochains mois en raison de la vigueur du billet vert (Fed moins volontariste / statut refuge), de la poursuite de la dégradation du solde extérieur européen, des craintes géopolitiques et de celles pesant sur la croissance européenne. Le rebond est retardé, mais toujours attendu pour 2023
- **£ :** Malgré la tentative de la Banque d'Angleterre de stabiliser la situation, la livre sterling restera durablement affaiblie en raison de la défiance vis-à-vis des actifs britanniques et du creusement rapide du double déficit (budget / balance courante)
- **CHF :** La BNS sera légèrement moins agressive dans son resserrement monétaire que la BCE, ce qui soutiendra le rebond de la monnaie unique
- **¥ :** Les éléments se mettent graduellement en place en faveur d'un début de réduction du caractère accommodant de la politique monétaire, qui finira par porter le yen. Cela devrait intervenir début 2023, mais le mouvement restera très progressif

Marchés d'actions mondiaux

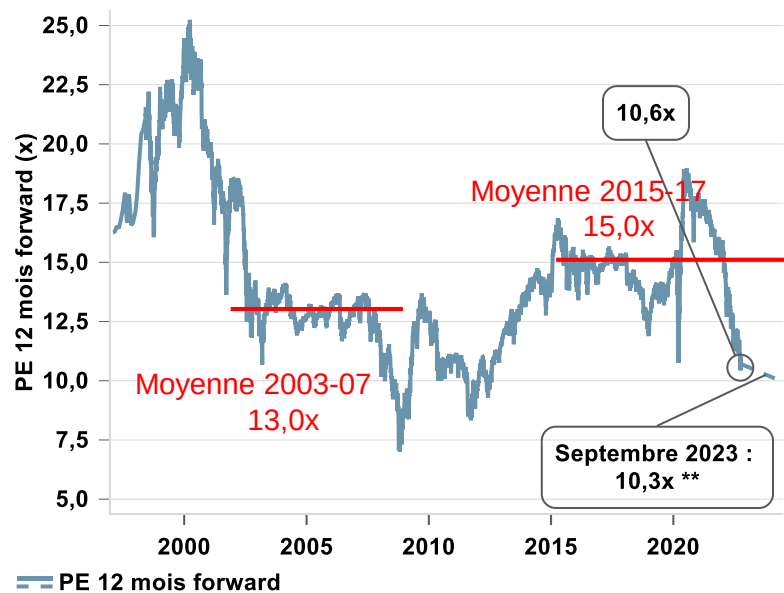
Beaucoup de prudence est déjà intégrée mais des obstacles persistent à court terme

Evolution des principaux indices actions en devises locales
(rebasés à 100 le 01/01/2019)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

Stoxx Europe 600 : évolution du PER 12 mois *forward* *



* Ratio cours / résultats attendus dans les 12 prochains mois, indicateur de la valorisation d'un indice ou d'une entreprise

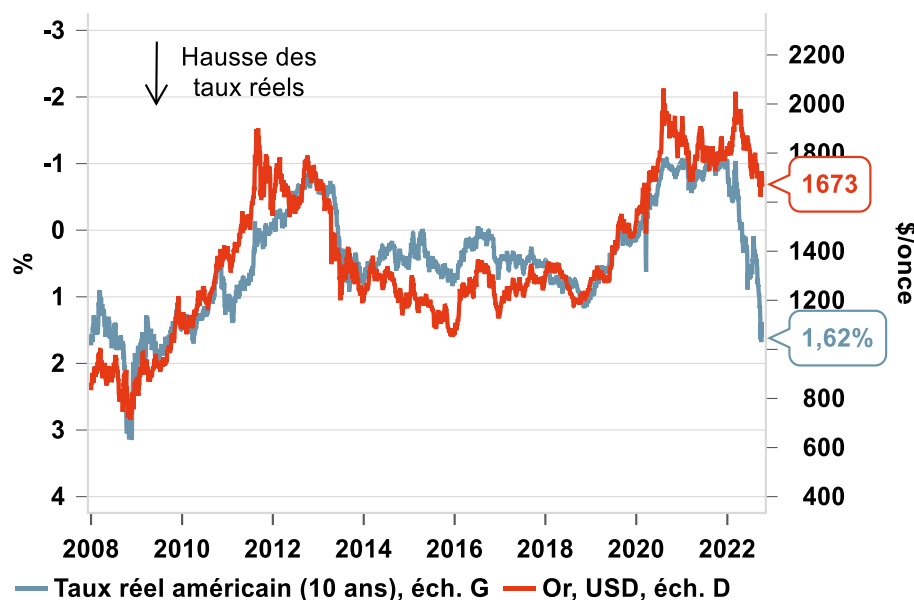
** Projections sur la base du consensus FactSet

La prudence reste de mise, entre la récession à venir et le durcissement monétaire durable des banques centrales

Or

Entre le marteau et l'enclume

Performance comparée de l'or et taux souverains réels US à 10 ans



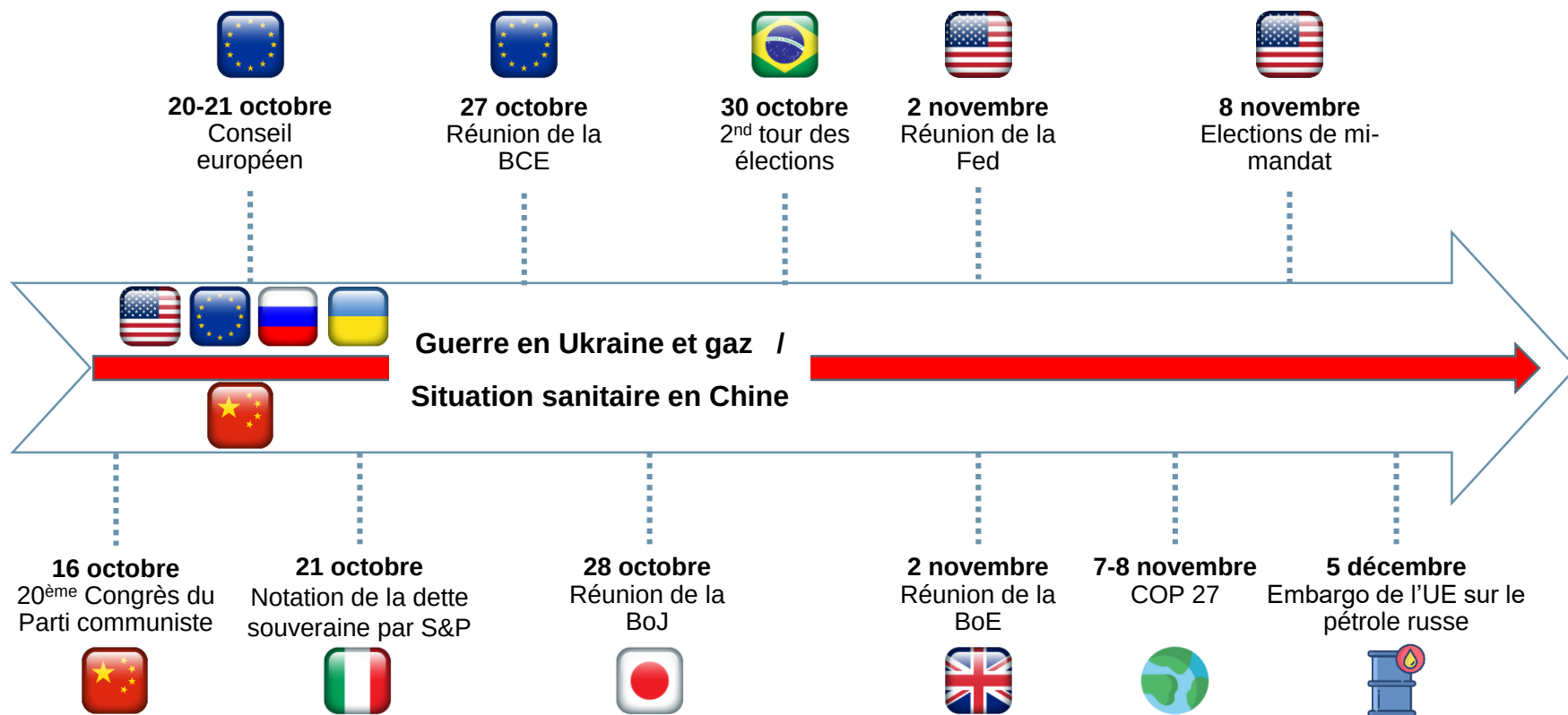
Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- L'accélération brutale des taux réels américains et du dollar a lourdement pénalisé le cours de l'or, mais l'essentiel du mouvement est effectué désormais selon nous, sur les taux comme sur le dollar
- La persistance du risque géopolitique et des craintes de récession resteront cependant un soutien de fond pour l'instant

Un cours de l'or qui sera moins sous pression à court terme

Calendrier de l'aversion au risque

Calendrier des prochains mois



Les questions d'approvisionnement énergétique, les prochaines réunions des banques centrales et les élections à venir resteront les éléments majeurs à suivre des prochains mois en posant les hypothèses suivantes : 1/ une absence durable d'amélioration de la situation en Ukraine, et 2/ une non-recrudescence problématique de la Covid-19

Recherche Economie & Stratégie

Présence digitale

- Sur l'**application mobile CIC Market Solutions** et sur notre site web, l'analyse de l'actualité économique en continu et en vidéo, en formats **Live & Replay**



Application disponible
sur iOS et Android

- **Décryptez l'actualité économique :**
 - Rebond à chaud sur l'actualité : « HOT »
 - Programme quotidien : « Eclaireur »
 - Points hebdomadaires : « Echo Hebdo », « Equity Hebdo » ...
- Retrouvez l'**actualité des sociétés** par leur dirigeant, nos **analyses** et nos publications phare à lire, dont le « 19h15 »
- Egalement un agenda pour retrouver tous nos évènements
- Point de contact : votre correspondant CIC habituel



L'équipe de Recherche Economie & Marchés financiers de Crédit Mutuel Alliance Fédérale

François Duhen
Directeur de la Recherche Economique et Marchés financiers
francois.duhen@cic.fr
+33 1 53 48 81 02

Benoit Rodriguez
Responsable Recherche
Economie
benoit.rodriguez@cic.fr
+33 1 53 48 80 99

Jordan Allouche
Economiste
jordan.allouche@cic.fr
+33 1 53 48 76 78

Anne-Lise Cornen
Economiste
annelise.cornen@cic.fr
+33 1 53 48 81 84

Adrien Régnier-Laurent
Economiste
adrien.regnierlaurent@cic.fr
+33 1 53 48 80 42

Eric Baron
Responsable Recherche
Marchés financiers
eric.baron@cic.fr
+33 1 53 48 80 96

Nabil Milali
Stratégiste
nabil.milali@cic.fr
+33 1 53 48 81 01

Eva Bellin
Analyste technique
eva.bellin@cic.fr
+33 1 53 48 81 00

Fabrissa Tassin
Analyste technique
fabrissa.tassin@cic.fr
+33 1 53 48 60 71

Avec le concours de :

Karen Kricks-Brunnlieb
Director of Treasury Targo Bank
karen.kricksbrunnlieb@targobank.de
+49 211 89 84 14 85

Otmar Lang
Economist Targo Bank
otmar.lang@targobank.de
+49 211 89 84 21 24



FRANCE

CIC Market Solutions

CIC

6 avenue de Provence
75009 Paris

Tel. : +33 (0)1 53 48 81 93



ETATS-UNIS

CIC Market Solutions, Inc.

Member FINRA / SIPC

c/o CIC New York
520 Madison Ave.
New York, NY 10022

Tel. : +1 (212) 659 6250



ALLEMAGNE

M.M.Warburg & CO

Ferdinandstrasse 75
20095 Hamburg

Tel. : +49 40 3282-0



Disclaimer :

CIC Market Solutions est une marque de Crédit Industriel et Commercial, établissement de crédit agréé en France par l'ACPR et entité de Crédit Mutuel Alliance Fédérale. Le CIC est membre du réseau ESN (European Securities Network) et sous la surveillance de l'ACPR (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution) et de l'AMF (Autorité des marchés financiers).

Le CIC a mis en place une organisation et des procédures (ou Muraille de Chine) destinées à garantir l'indépendance des analystes financiers et la primauté des intérêts des clients. Il est notamment interdit aux analystes financiers de négocier des instruments financiers pour leur propre compte en relation avec les émetteurs et les secteurs qu'ils suivent.

Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables de la transmission correcte et intégrale de ce document, ni de tout retard dans sa distribution. Toute utilisation, communication, reproduction ou distribution non autorisée du présent document est interdite.

Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis. La valorisation et la recommandation qui en résulte sont fondées sur l'analyse de l'information publique à une date donnée, celle indiquée sur le document consulté. L'évolution notamment de l'environnement politique, économique, concurrentiel, réglementaire et de l'entreprise analysée peut conduire à une modification de cette valorisation et de l'opinion sans aucune obligation pour le CIC de mettre à jour le présent document ni d'informer les destinataires à cet effet.

Il est strictement interdit de reproduire le présent document intégralement ou en partie ou de le transmettre à des tiers sans autorisation. Le présent document a été préparé et publié par le CIC. Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources.

Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de ceux-ci) ne garantissent leur exactitude ni leur intégralité, et ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit. Le CIC, ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) peuvent rendre des services d'investissement ou des services connexes, ou solliciter des mandats pour des services d'investissement ou des services connexes aux sociétés ou personnes ou autres entités mentionnées dans le présent document.

Le présent document a été préparé à l'intention des seuls clients du CIC et ses filiales. Il ne répond pas aux objectifs d'investissement, à la situation financière ou aux besoins particuliers de tout individu susceptible de le recevoir. Il est déconseillé de prendre une décision sur la seule foi de ce document. Les investisseurs devraient solliciter l'avis d'experts externes, notamment de conseillers financiers, de juristes, de fiscalistes, comptables ou autres spécialistes afin de s'assurer de l'adéquation des investissements avec leurs objectifs et leurs contraintes de gestion, et devraient comprendre que des opinions relatives aux perspectives futures peuvent ne pas se réaliser. Les investisseurs devraient noter que tout revenu provenant de ces titres peut fluctuer et que le cours des titres peut augmenter ou baisser. Ainsi, les investisseurs peuvent récupérer moins que leur investissement initial. Les performances passées ne présument en rien des performances futures. Les taux de change des devises peuvent avoir une incidence négative sur la valeur, le prix ou les revenus des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. En outre, les investisseurs qui détiennent des titres comme les American Depositary Receipts (ADR), dont la valeur varie en fonction de la devise du titre sous-jacent, assument effectivement un risque de change.

Dans le cas où le présent document a été commandé par l'émetteur, cette information est mentionnée dans les potentiels conflits d'intérêts.

Cette recherche est destinée au seul usage interne du destinataire, sauf accord préalable du CIC.

Ce document est destiné aux clients classés « professionnels » ou « contrepartie éligible » au sens de la Directive 2014/65/UE (« MiF2 »). Si un particulier « non professionnel » au sens de la Directive susvisée venait à être en possession d'une analyse contenant une recommandation ou une valorisation d'un titre, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document mais devra consulter ses propres conseils.

Le CIC et MM Warburg sont liées par un accord de coopération dans le domaine de la banque d'investissement, afin d'étendre la gamme de services offerts aux entreprises en Allemagne, en France et en Amérique du Nord. Cette coopération a débuté avec les services d'aide à la décision d'investissement et les activités d'intermédiation et de primaire actions.

Si vous avez reçu ce document par erreur, merci de le détruire ou de le signaler immédiatement à analyse-ms@cic.fr

Pour toutes informations supplémentaires ou disclaimer spécifique, connectez-vous au site Internet de CIC Market Solutions : www.cic-marketsolutions.eu