



GROUPE ALPHA
SECAFI-SEMAPHORES

Siège social :
20-24 rue Martin Bernard
75013 Paris
Tél. +33 (0)1 53 62 70 00

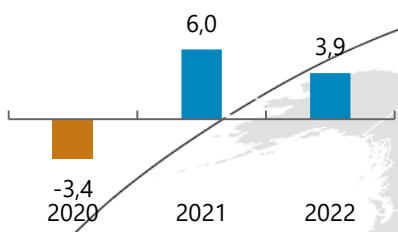
BORDEAUX • LILLE • LYON
MARSEILLE • METZ
MONTPELLIER • NANTES
NOUMÉA • ORLÉANS
PARIS • ROUEN
SAINT-DENIS DE LA RÉUNION
TOULOUSE

Une reprise économique inéegale et saccadée

Note de conjoncture septembre 2021

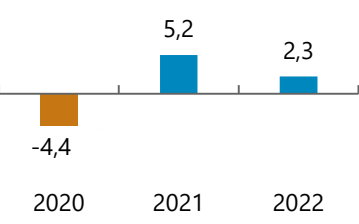
**Alice Rustique
Nicolas Fleury**
Centre Etudes & Prospective
alice.rustique@groupe-alpha.com

Les rythmes de reprise divergent entre les pays



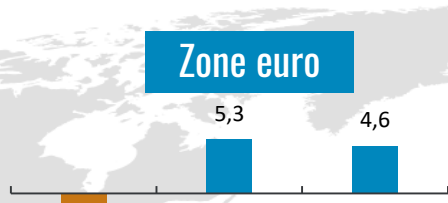
Etats-Unis

- Fort rebond jusqu'au printemps, la deuxième partie de l'année s'annonce moins dynamique
- Mesures budgétaires supplémentaires
- Poussée récente des salaires et de l'emploi
- Inflation sous-jacente en forte hausse
- Normalisation à venir de la politique monétaire



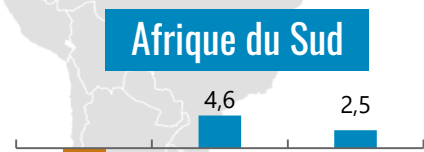
Brésil

- Bons résultats économiques au S1 2021
- Retombées positives de l'embellie économique aux USA
- Normalisation de la politique monétaire pour contrer la hausse des prix
- Dette publique élevée qui freine la reprise
- Tensions sociale



Zone euro

- L'accélération de la vaccination, l'ouverture des économies et le soutien budgétaire et monétaire renforcent la reprise, surtout dans les pays touristiques
- La confiance des consommateurs et le climat des affaires progressent
- Retour de l'inflation



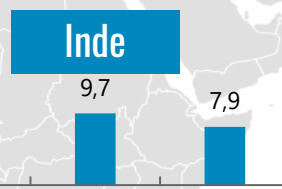
Afrique du Sud

- Bons résultats économiques au S1 2021
- Hausse des recettes d'exportations grâce à celle des matières premières
- Endettement élevé
- Hausse de la pauvreté liée au covid-19
- Défis structurels à moyen terme



Russie

- Net rebond depuis mars 2021
- Hausse des prix du pétrole qui améliore les finances publiques
- Durcissement de la politique monétaire face à la hausse des prix

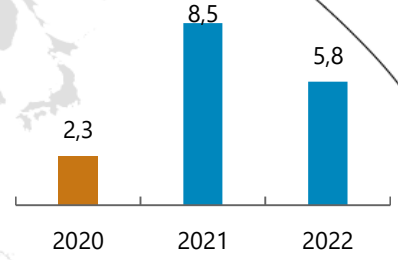


Inde

- Deuxième vague de covid-19 virulente qui a plombé d'activité
- Faible taux de vaccination
- Anticipations d'inflation
- Mise à nue des fragilités structurelles internes : hausse de la pauvreté, du chômage et de l'économie informelle

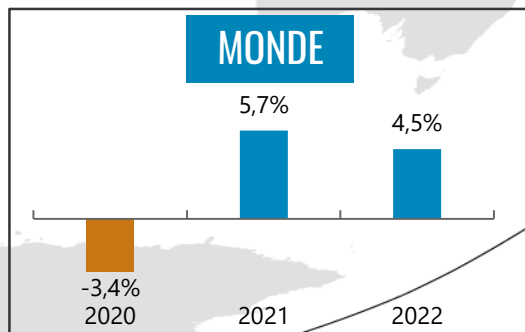
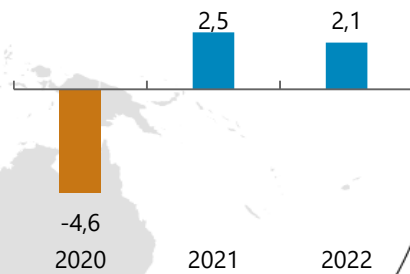
Chine

- Après un fort rebond post-covid, la croissance devrait se normaliser
- Réduction de l'investissement et du soutien public
- Durcissement des réglementations
- Contraintes d'approvisionnement



Japon

- Résilience en 2020
- Rattrapage économique retardé par la faiblesse de la consommation et de l'investissement des entreprises
- Inflation négative malgré le soutien monétaire et budgétaire



MONDE

Prévisions de croissance du PIB (%) 2021/2022

Source : OCDE (septembre 2021)

Une croissance soutenue mais inégale

➤ Selon l'OCDE, la **croissance mondiale** devrait s'élever à **5,7 % en 2021 et 4,5 % en 2022**. Le PIB mondial est aujourd'hui supérieur à son niveau d'avant-crise mais dans ce contexte de reprise sans repères, plusieurs facteurs de risque entrent en jeu : la crainte de nouveaux variants, la dégradation des relations internationales, l'accélération de la demande qui se heurte à des pénuries temporaires, la hausse du prix des produits de base, l'avenir de l'épargne des ménages. **L'accès aux vaccins et les soutiens budgétaires** sont les principaux facteurs qui divisent la reprise économique entre deux blocs de pays.

Pays avancés

➤ **Royaume-Uni** : Après avoir été fortement affecté par la crise sanitaire et les effets du Brexit, l'économie devrait rebondir cette année et en 2022, tirée par la consommation des ménages et la hausse du climat des affaires.

➤ **USA** : L'activité en nette hausse, est soutenue par des mesures de relance budgétaire supplémentaires (plans pour les infrastructures, l'emploi et les familles). Le marché du travail se normalise, l'emploi est en hausse mais n'a pas rattrapé son niveau d'avant crise. L'inflation est en forte hausse et devrait atteindre +3,6 % en 2021. L'inflation sous-jacente est au plus haut niveau depuis 1990 (+4,3 %).

➤ **Japon** : Après une certaine résilience en 2020, l'économie a du mal à redémarrer. La consommation des ménages et l'investissement des entreprises sont atones. Malgré le soutien monétaire et budgétaire, l'inflation sera négative cette année (-0,4 %). Le rebond devrait être modéré en 2021 et 2022 (+ 2,5 % et +2,1 %)

➤ **Zone euro** : La zone euro a enregistré une récession historique en 2020 mais la perte d'activité causée par la pandémie devrait être effacée à la fin de cette année. Avec l'accélération de la vaccination et la réouverture progressive de l'économie, la croissance devrait se renforcer en Allemagne, et dans les pays dépendants du tourisme (+5,3 % en 2021 en moyenne dans la zone Euro).

Pays émergents

➤ **Inde** : La pandémie a mis en lumière les fragilités du système productif et la situation sociale s'est fortement dégradée : le confinement aurait renvoyé sous le seuil de pauvreté plus de 75 millions d'Indiens. Depuis, la confiance redémarre très lentement. L'économie devrait néanmoins croître en 2021 (+9,7 %), principalement grâce aux effets de rattrapage.

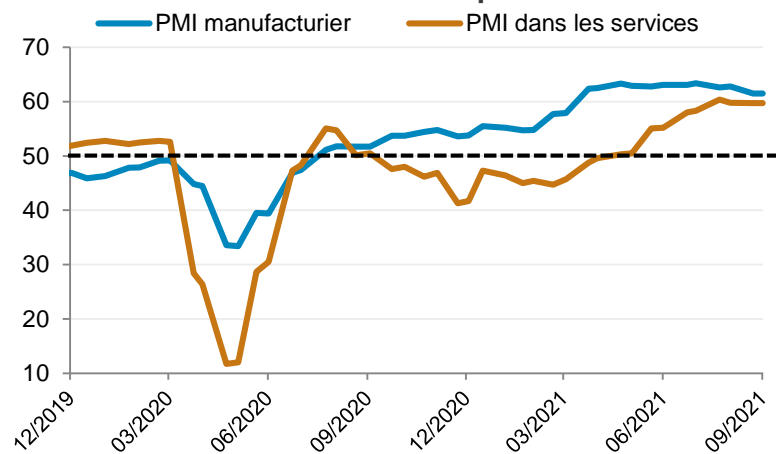
➤ **Brésil** : Le Brésil a montré de bonnes capacités de résistance au S1 2021. Grâce à un environnement externe porteur. La croissance a repris dans les services et la confiance s'est améliorée. Le pays a durci sa politique monétaire pour contrer la hausse des prix. Si une hausse des taux plus agressive devrait profiter à la monnaie et aux investissements de portefeuille, elle risque de freiner la reprise.

➤ **Chine** : Le fort rebond de l'économie post-covid a été suivi par une normalisation de l'activité qui a touché tous les secteurs. La reprise économique est ralentie par la réduction des investissements publics et du soutien budgétaire, par les contraintes d'approvisionnement et par le durcissement réglementaire.

➤ **Russie** : En 2020, la contraction de l'activité est restée contenue (-2,5 %). Depuis mars, la reprise (+2,8 % en 2021) est tirée par la hausse du prix du pétrole, la demande intérieure et les exportations. Le pays a entrepris une normalisation de la politique monétaire pour prévenir la hausse des prix.

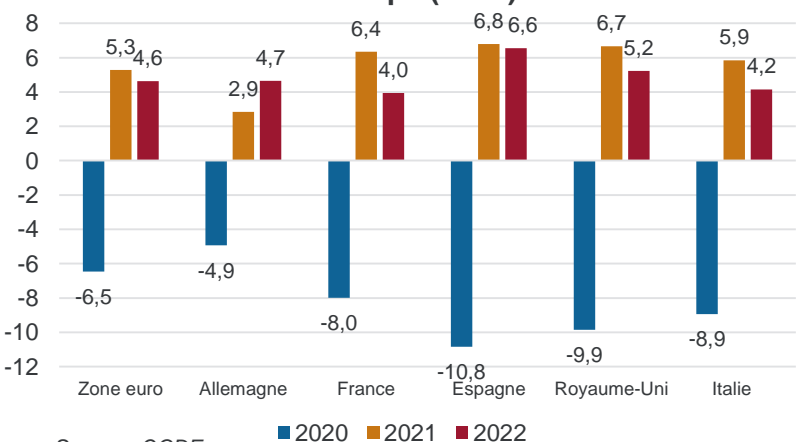
Europe : croissance robuste en vue

PMI en Europe



Source: IHS Markit. Les PMI sont des données d'enquête qui mesurent les performances économiques globales sectorielles. Indice <50 : contraction, >50 : expansion.

Prévisions de croissance du PIB en Europe (en %)



Source : OCDE

Des facteurs de soutien

- Après une chute de 6,5 % en 2020, **le PIB** a fortement rebondi et **devrait progresser de 5,3 % en 2021**. Il retrouverait son niveau d'avant crise fin 2021 avec une forte croissance aux t2 et t3 2021. Le rebond est particulièrement fort en Allemagne et dans les pays du Sud (Espagne, Italie, Portugal) dépendants du tourisme. La demande interne est le moteur de cette croissance, la consommation étant soutenue par la hausse des revenus salariaux. Le taux d'épargne atteindrait son niveau pré-crise en 2022.
- **Les indices conjoncturels s'améliorent** (PMI IHS Markit, climat des affaires), reflétant l'optimisme des acteurs économiques. En juillet, le PMI composite a atteint un plus haut depuis la mi-2006 (60,2).
- La réception des subventions et des prêts dans le cadre du plan de relance **Next Generation UE** ainsi que la digitalisation et la transition écologique stimulent fortement l'investissement public et privé.
- La BCE devrait maintenir ces taux inchangés au moins jusqu'à fin 2022, ce qui soutient l'investissement. Les Banques centrales de l'Eurosystème ont racheté 60 % des dettes publiques entre mars et août 2020.
- Les données sont encourageantes sur le **marché du travail**. L'emploi a fortement rebondi au T2 2021, notamment en Allemagne, et le chômage diminue au Royaume-Uni et en France.

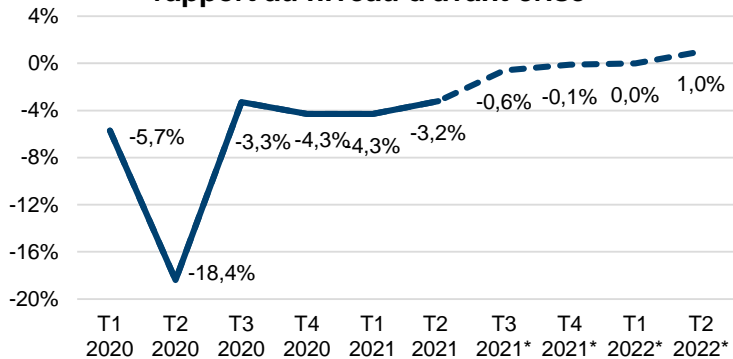
Des risques importants

- La reprise peut être freinée par la **détérioration de la situation sanitaire** (risque de nouveaux variants).
- La **réduction de la capacité budgétaire** des Etats, en réponse à l'envolée des dettes publiques, peut entraver la reprise. Les pays d'Europe du nord devraient rapidement assainir leurs finances publiques.
- Une **poussée durable et forte de l'inflation** pourrait venir éroder le pouvoir d'achat des consommateurs et ainsi freiner la reprise de la consommation, même si l'effet négatif devrait rester limité grâce à l'importante épargne forcée accumulée. La BCE prévoit une inflation à 2,2 % en 2021, 1,7 % en 2022 et 1,5 % en 2023.
- L'enclenchement d'une **boucle prix-salaires** sur fond d'inflation et de difficultés de recrutement est un autre point d'attention mais cette probabilité est faible compte tenu du niveau encore élevé du halo du chômage.

France : vers une reprise progressive de l'activité

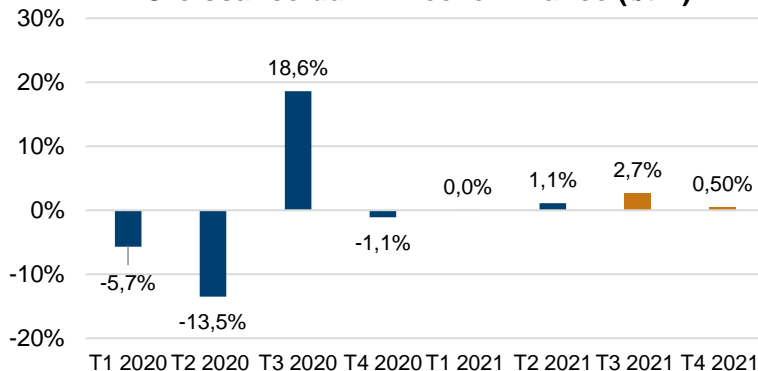
L'activité économique rebondit fortement en 2021, notamment grâce à l'accélération de la vaccination. **Le PIB devrait progresser de 6,3 % en 2021 et retrouverait son niveau pré-crise fin 2021.** Mais les contraintes d'approvisionnement, les difficultés de recrutement et la hausse des prix des intrants pourraient freiner la reprise. En 2022, ces différents freins devraient disparaître. La croissance se normaliserait (+ 3,7 %) mais resterait forte. L'ampleur du rebond en 2022 dépendra de la transition entre la fin des mesures de soutien et l'accélération de la demande privée, moyennant l'utilisation de l'épargne excédentaire.

Prévisions de pertes d'activité par rapport au niveau d'avant crise



Prévisions : Insee (jusqu'au T4 2021), Banque de France T1 et T2 2022

Croissance du PIB réel en France (t/t-1)



* Source et prévisions (en orange) : Insee

Consommation

La consommation des ménages serait en nette hausse cette année (+ 4,3 %), tirée par la réouverture des commerces et par la préservation des revenus pendant la crise. Elle accélérerait fortement en 2022 (+ 6,5 %) grâce au surplus d'épargne financière accumulé pendant la crise (157 milliards d'euros au T2 2021, soit 7 pts de PIB). Le taux d'épargne tendrait ainsi vers son niveau d'avant crise en 2022 (14,6 % contre 21,4 % en 2020).

Pouvoir d'achat

Après avoir été préservé moyenne en 2020 (0,2 %), le pouvoir d'achat des ménages reprendrait sa légère progression en 2021 et 2022 (+ 1,4 % et 0,4 %).

Investissement

L'investissement des ménages serait soutenu en 2021 et 2022, ce qui leur permettrait de rattraper les projets reportés pendant la crise (15,8 % en 2021 et 3,3 % en 2022). L'investissement des entreprises progresserait de 12,9 % en 2021 et 3,9 % en 2022, soutenu par la bonne tenue des marges et des conditions de financement favorables.

Inflation

L'inflation (IPCH) rebondirait nettement cette année sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation (1,8 % en 2021 après 0,5 % en 2020). L'inflation sous-jacente serait soutenue en 2021 et 2022, en raison de la hausse des prix des services et des produits manufacturés mais resterait contenue, du fait d'une progression modérée des salaires. L'inflation totale resterait autour de 1,3 % en 2023 et 2023.

Commerce extérieur

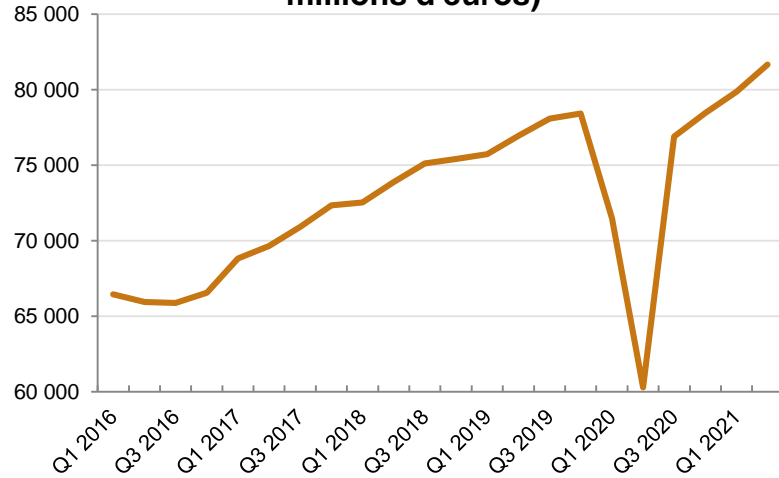
Les exportations rebondiraient vigoureusement (+9 % en 2021 et +8,9 % en 2022) grâce à la reprise de la demande mondiale adressée à la France. Les importations progresseraient à un rythme similaire. Néanmoins, la contribution nette du commerce extérieur à la croissance resterait négative en 2021 et 2022.

Solde public

Le solde public resterait très dégradé en 2021 (-8 % du PIB), en raison du plan de relance et la prolongation des mesures d'urgence. Il se résorberait en 2023 avec la fin des mesures d'urgence (-4,5 %).

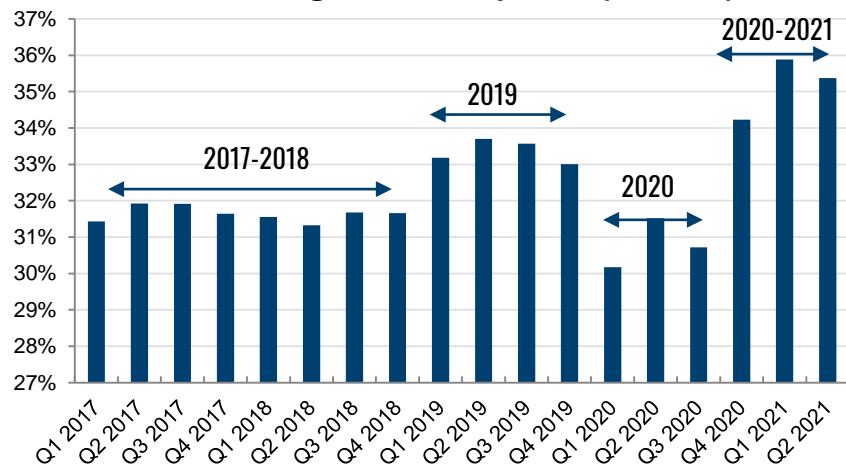
Des marges records pour les entreprises françaises

Investissement des entreprises (en millions d'euros)



Source : Insee

Taux de marge des entreprises (EBE/VA)



Source : Insee

Climat des affaires

Le climat des affaires progresse fortement depuis la fin d'année 2020, particulièrement dans les services et le commerce de détail. Il a **atteint en juin 2021 son plus haut niveau depuis 2007**. Il a diminué pendant l'été mais augmente légèrement en septembre et reste très au-dessus de sa moyenne de long terme.

Défaillances d'entreprises

En 2020, le mur des faillites a été évité grâce au soutien massif de l'Etat et aux souplesses administratives (les défaillances ont reculé de 39 % sur l'année). La fin progressive du soutien de l'Etat (fin des d'exonérations de charges le 31 août, fin du fonds de solidarité le 30 septembre, diminution de la prise en charge de l'activité partielle le 1^{er} septembre) fait craindre une résurgence des faillites. Mais même si elles ont augmenté de 14 % au T2 2021, **elles restent en-dessous du niveau habituel**. Altares prévoit entre 33 000 et 35 000 défaillances pour 2021 (contre 50 000 chaque année), soit un niveau proche de 2020 (32 000).

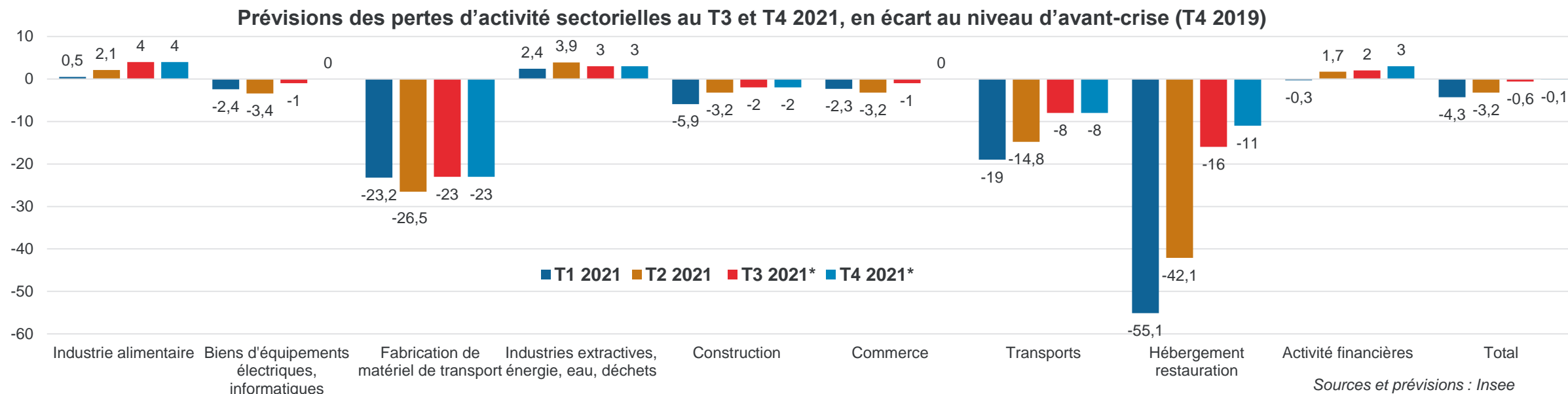
Taux de marge

Après une certaine résilience en 2020, **le taux de marge devrait atteindre des sommets en 2021 (35 %)** et se maintiendrait à un niveau élevé en 2022 et 2023 (32,9 % et 33,2 %), très au-dessus de sa valeur moyenne de long terme. Ce rebond du taux de marge des entreprises est favorisé par les mesures de soutien comme les subventions à l'investissement et à l'embauche et la baisse des impôts de production.

Investissement et trésorerie

La trésorerie des TPE-PME est arrivée en septembre à **des niveaux jamais atteints** depuis la création du baromètre BPI France-Rexecode. En septembre, 60 % des PME-TPE ont utilisé moins de la moitié de leur Prêt Garanti par l'Etat (PGE). Seules 5 % des PME TPE craignent ne pas pouvoir rembourser le PGE. Elles sont majoritaires à prévoir **d'utiliser ce PGE pour l'investissement**, qui est déjà revenu à son niveau pré-crise. Après une chute limitée en 2020, **le taux d'investissement des entreprises devrait ainsi atteindre 25,7 % en 2021, un niveau historiquement élevé**.

Perspectives d'activité au niveau sectoriel



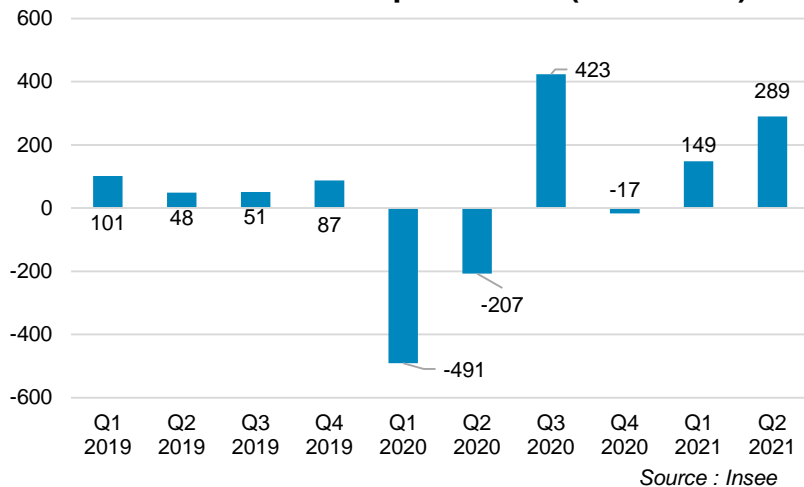
➤ Selon l'Insee, **l'activité devrait retrouver son niveau d'avant-crise en fin d'année** (-0,1 % au T4 2021) mais les différences sectorielles sont marquées.

➤ **Dans l'industrie**, l'activité repartirait à la hausse jusqu'à atteindre un écart au niveau d'avant-crise de 1 % au T4 2021. La dynamique proviendrait de l'industrie agroalimentaire, de la chimie, du textile et de la métallurgie. Le secteur des matériels de transport resterait en revanche très dégradé (-23 %). Dans l'industrie, de plus en plus d'entreprises déclarent être limitées dans leur production par des difficultés d'approvisionnement (50 % dans les biens d'équipements, 40 % dans le matériel de transport, 25 % dans le bâtiment). De même, l'insuffisance de main-d'œuvre semble constituer un obstacle important à la production (40 % des entreprises dans le bâtiment, 15 % dans l'industrie). Les difficultés d'offre, qui marquent un retour à la normale, tendraient à modérer la dynamique de reprise économique dans ces secteurs.

➤ **Dans les services**, la fin des restrictions conduirait à des niveaux d'activité inédits depuis le début de la crise. Le commerce reviendrait à son niveau d'avant-crise et dans l'hébergement-restauration et les services de transport, l'activité continuerait à progresser sans rejoindre ce niveau, certains facteurs pesant de façon structurelle sur la demande (recours fréquent au télétravail, reprise inégale du tourisme international et des voyages d'affaires...).

Marché du travail : embellie de l'emploi en vue

Evolution de l'emploi salarié (en milliers)



Taux de chômage en France (en %)



Emploi

Sur le front de l'emploi, la catastrophe annoncée n'a pas eu lieu. Le déploiement massif de l'activité partielle et les aides ont permis de limiter les destructions d'emplois en 2020 (-293 000 emplois salariés). **Fin juin 2021, l'emploi salarié avait déjà dépassé son niveau d'avant-crise** avec 438 000 créations d'emplois au S1 2021 (+0,6 %). Néanmoins, le nombre d'heures travaillées par emploi reste bas (6% en dessous du niveau pré-crise au T2) en raison de la persistance d'une activité partielle encore significative (240 000 en ETP en juillet).

Le taux d'emploi a retrouvé son niveau pré-crise à 66,9 %. Il progresse notamment chez les jeunes (+0,9 point au T2 2021). Les contrats d'alternance sont quatre fois plus nombreux en 2021 qu'en 2019. Les embauches en CDI représentent plus de 20 % des embauches, une première depuis 2006.

Chômage

Le taux de chômage est retombé à son niveau de fin 2019, soit 8,1 % au T1 et 8 % au T2 2021. La quasi stabilité du taux de chômage entre le T1 et le T2 2021 s'explique par le retour de la population active à un niveau proche de celui d'avant-crise.

Tensions

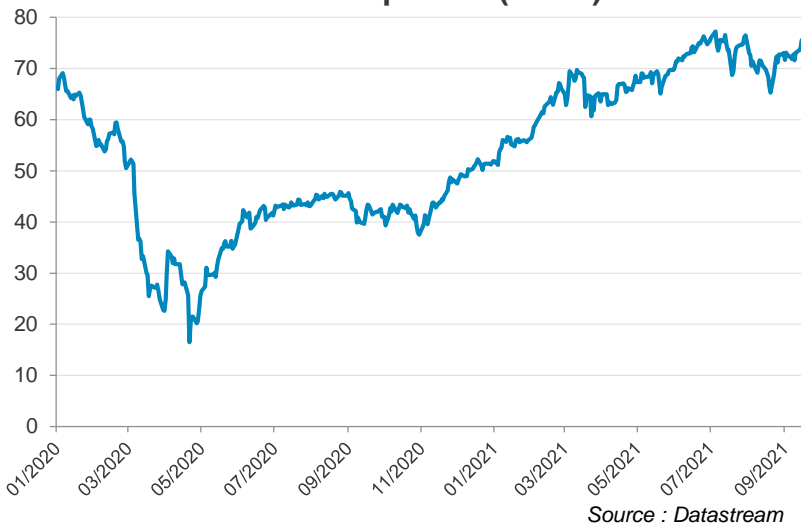
Désormais, le marché du travail retrouve son défi structurel d'avant-crise : des fortes **difficultés de recrutement** alors même que le chômage reste élevé à 8 %. La moitié des entreprises est concernée par ces difficultés (notamment dans le bâtiment et les services : hôtellerie-restauration) Ces difficultés sont croissantes depuis le mois de mai et la réouverture du pays. Le nombre d'emplois vacants a augmenté de 21 % au T2 2021, un record. **Les salaires devraient profiter de ces tensions en 2022.**

Prévisions

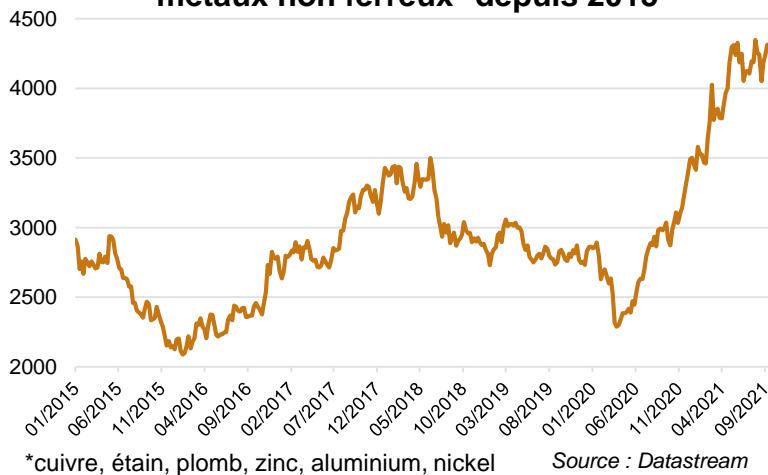
En 2022, le marché du travail devrait confirmer sa résilience. Après une forte hausse des créations d'emplois en 2021, l'emploi pourrait ensuite temporairement marquer le pas début 2022, dès lors que l'extinction du dispositif d'activité partielle provoquerait une normalisation des conditions d'emploi dans l'ensemble des entreprises, et en particulier des heures travaillées par tête. Dans ce contexte, le taux de chômage se stabiliserait autour de son niveau actuel (8 %).

Vers un prix du pétrole élevé en 2022 et 2023

Cours du pétrole (Brent)



Indice London Metal Exchange des métaux non ferreux* depuis 2015



Rattrapage des prix du pétrole

Depuis le plus fort de la crise sanitaire (mai 2020), **le prix du pétrole n'a cessé d'augmenter**, soutenu par le fort rebond économique, sous l'effet de la réouverture des pays. Il dépasse en septembre 70 dollars le baril, bien au-dessus de sa moyenne depuis 2016 (61,8 \$).

Face à cette hausse des prix, les pays de l'OPEP et la Russie se sont réunis début septembre pour conclure d'une augmentation de la production de 400 000 barils supplémentaires de pétrole par jour d'octobre à septembre 2022 afin de ne pas freiner la reprise économique mondiale. Avec cette décision, **les pays producteurs reviendront à leur niveau de production d'avant-crise**.

Vers un prix du pétrole élevé

Après un déclin record de 8,6 millions de barils (mb/j) en 2020, la demande mondiale devrait rebondir de 5,2 mb/j cette année, puis de 3,2 mb/j l'an prochain, pour s'établir à 99,5 mb/j en moyenne sur l'année 2022 avec un pic au T4 2022. **La demande mondiale de brut devrait ainsi dépasser son niveau d'avant-crise en 2022**. La Commission européenne s'attend à ce que le prix du pétrole reste élevé en 2021 (67,8 \$), en 2022 (67,3 \$) et en 2023 (64,1 \$).

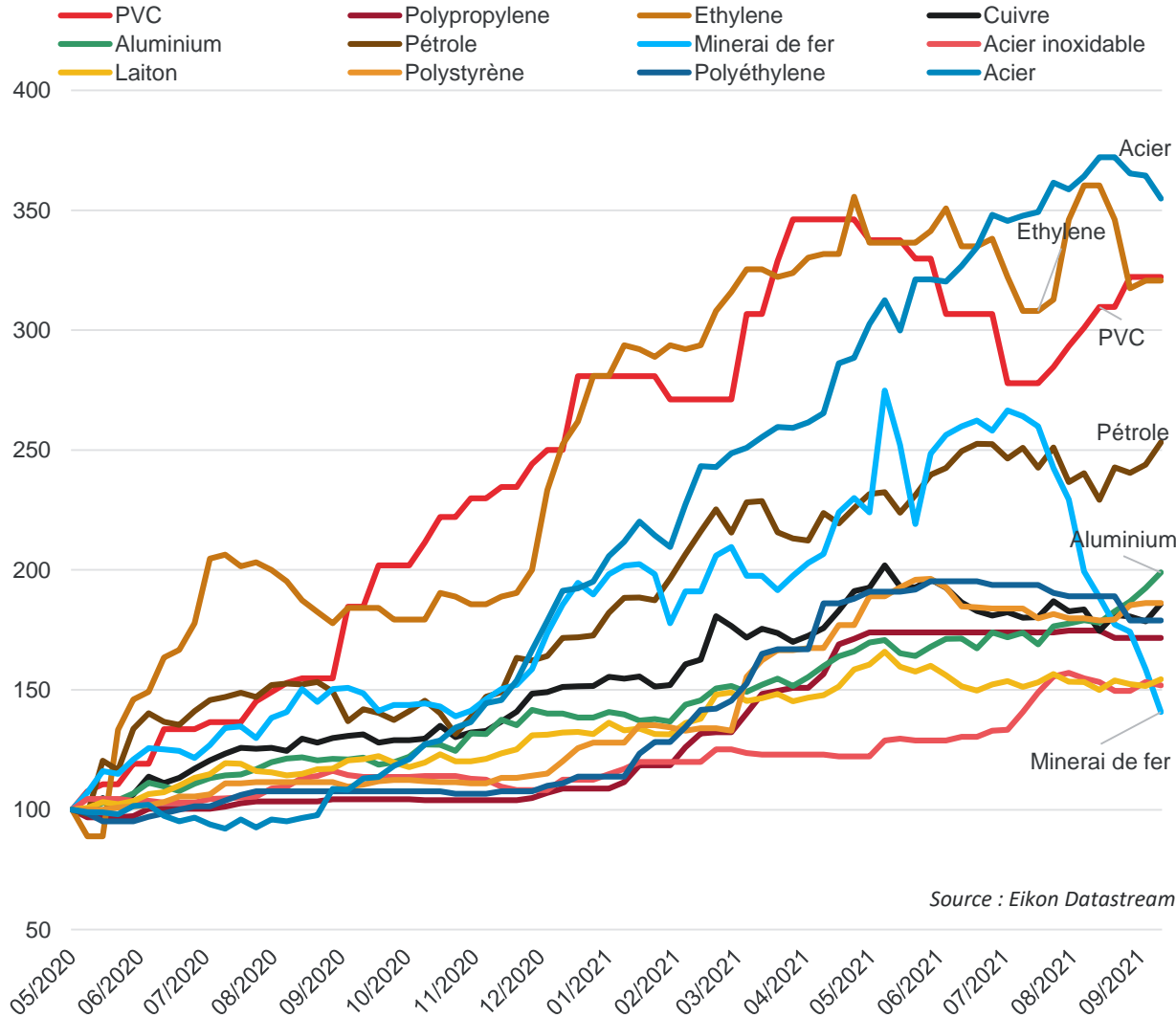
La hausse prévue des prix du pétrole s'expliquerait par **les déséquilibres croissants entre l'offre et la demande de pétrole**. La demande augmenterait sous l'effet de la reprise économique et de la reprise des activités intensives en carburants. A contrario, l'offre serait rapidement contrainte par **le manque d'investissement** à l'œuvre depuis plusieurs années répondant à l'objectif de décarbonation de l'économie. De plus, la hausse du prix des matières premières, qui pourrait être durable renchérit le coût du pétrole (tubes en acier pour les gisements).

Vers une hausse du prix du gaz

En France, le prix du gaz a augmenté de 8,7 % en septembre, après + 5 % en août et + 10 % en juillet. Cette hausse s'explique par le fort rebond de la demande internationale en gaz, par l'ouragan Ida et par les tensions d'approvisionnement. En France, 99 % du gaz distribué est importé. La hausse du prix du gaz entraîne une hausse du prix de la tonne de CO2 dans la mesure où elle pousse les consommateurs à se rabattre sur le charbon, qui nécessite d'acheter davantage de quotas CO2. Mais en retour, l'augmentation des droits à polluer tirent le prix du gaz vers le haut : les producteurs augmentent les prix pour compenser la hausse de ceux du carbone.

Flambée des prix des matières premières

Prix des matières premières depuis mai 2020
(indice base 100 mai 2020)



Source : Eikon Datastream

Constat : inflation des matières premières et tensions sur l'approvisionnement

➤ **Flambée du prix des matières premières** et pénuries : hausse du prix des métaux (cuivre +85 % depuis mai 2020, acier +250 %, inox +50 %, aluminium +100 %, argent +50 %), des denrées alimentaires (huiles, blé, fruits), de l'énergie (gaz, pétrole) des plastiques (PVC +220 %, PP +70 %, PE +70 %, PS +80 %), mais aussi du bois, du coton, du cobalt et du lithium.

➤ **Perturbations du commerce mondial** : flambée du prix du transport maritime (+400 %), fort allongement des délais de livraison, tensions d'approvisionnement

➤ Hausse **prolongée** du prix de certains composants et produits manufacturés : semi-conducteurs, voitures d'occasion

➤ **Accélération des salaires aux USA** (salaire médian horaire, salaire des personnes ayant changé de poste)

Causes conjoncturelles

➤ L'écroulement du commerce mondial a été suivi par un **rebond brutal de la demande** dont la vigueur n'avait pas été anticipée (crise de l'anticipation)

➤ Ce rebond de la demande a été soutenu par **les politiques budgétaires expansionnistes** et par **les politiques monétaires ultra-accommodantes** (Europe et USA)

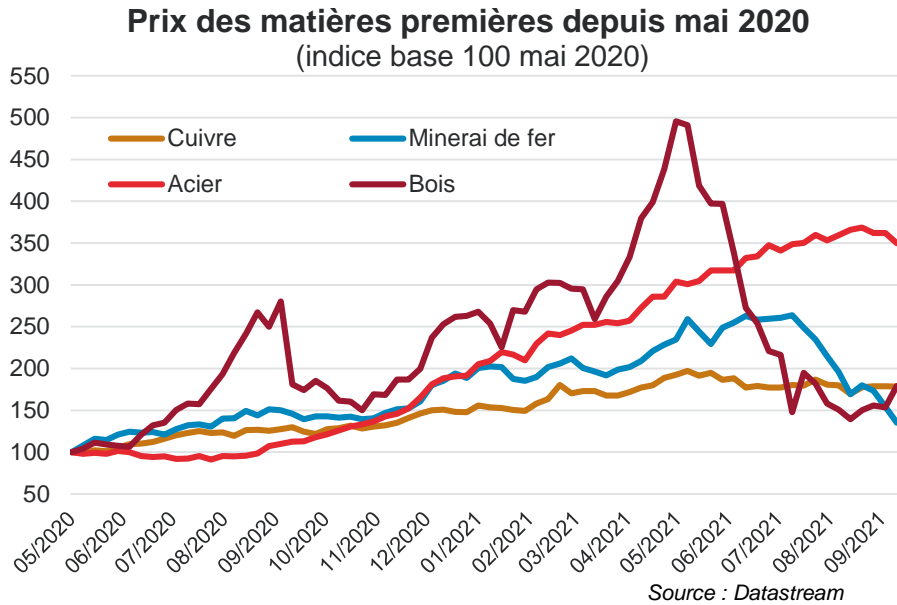
➤ Éléments ponctuels qui alimentent l'inflation : fin de l'abaissement temporaire de la TVA en Allemagne et fin du moratoire sur les loyers et les prêts hypothécaires aux USA

Causes structurelles

➤ Investissement massif dans la **transition énergétique**, électrification de l'économie, pression sur les prix nécessaire à cette transition : cobalt, lithium, etc.

➤ Plans de relance massifs qui alimentent l'investissement des entreprises, notamment dans la transition écologique

Une inflation temporaire ou durable ?



Une inflation temporaire ? Le pic de l'inflation semble être dépassé pour certains produits

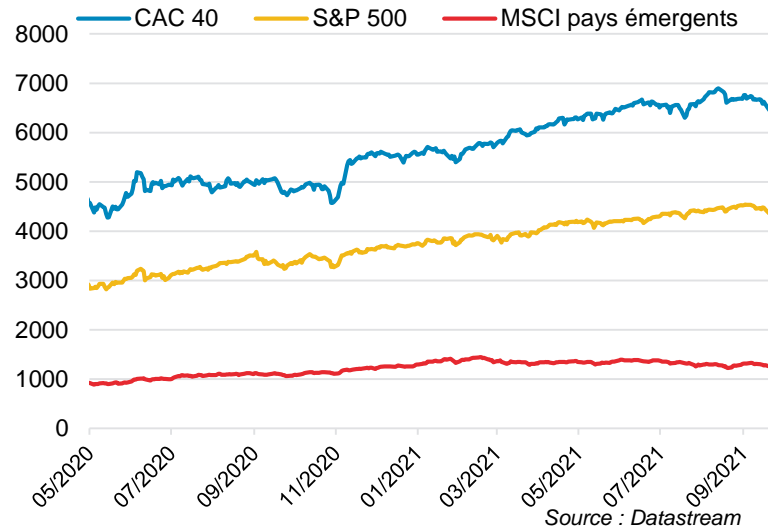
- > Le **pic de l'inflation semble être dépassé** pour certains produits, même s'ils restent à des niveaux élevés : l'acier, le minerai de fer, le cuivre, le bois et les voitures d'occasion (cf. graphique).
- > Aux USA, les prix des services affectés par la pandémie (aérien, hôtellerie restauration, loisirs) semblent avoir enclenché un ralentissement depuis la fin de l'été. De plus, la hausse sur trois mois du sticky price index de Atlanta Fed (indice prenant en compte les produits dont les variations de prix sont en général de faible ampleur) a ralenti à 2,6 % en août (en g.a) contre 4,6 % en mai.
- > L'hypothèse d'une inflation temporaire est celle qui est privilégiée par la BCE. D'après elle (septembre 2021), « *l'inflation devrait ralentir, selon toutes probabilités* ». L'inflation en UE est prévue à 2,2 % en 2021, 1,7 % en 2022 et 1,5 % en 2023, soit une baisse graduelle sur 3 ans.

Un risque de diffusion de l'inflation sur d'autres produits : le début d'un super-cycle ?

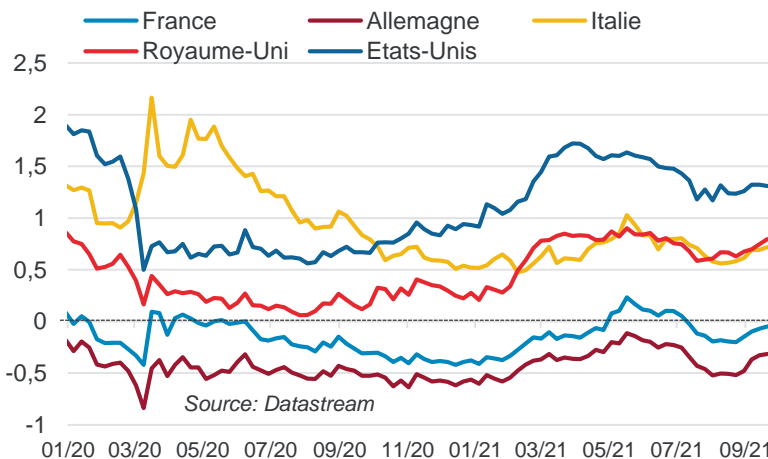
- > Si certains produits semblent avoir dépassé leur pic, d'autres ne sortent pas de leur cycle haussier. La hausse du prix et la pénurie de **puces électroniques** sont par exemple loin d'être terminées. Si les industriels estimaient une fin de pénurie pour 2022, ils tablent maintenant sur une fin de pénurie en 2023. Des produits comme l'acier inoxydable, l'aluminium, le laiton, le polyéthylène et le polystyrène ont débuté leur hausse plus tard et ne semblent pas avoir passé leur pic.
- > Il se peut ainsi qu'on assiste à **une diffusion de la hausse des prix tout le long de la chaîne d'approvisionnement**, phénomène d'ailleurs observable depuis le début de l'année : la hausse des prix de certains produits précis (semi conducteurs, matières premières) affecte plusieurs chaînes d'approvisionnement et se diffuse ensuite sur des produits manufacturés, intrants industriels ou denrées alimentaires. Depuis le début de l'année 2021, ceux-ci ont déjà poussé la hausse des produits manufacturés hors produits pharmaceutiques au-dessus de leur moyenne de long terme (0,7 % au premier semestre 2021, contre 0,1 % en moyenne sur 2000-2020).
- > Selon Goldman Sachs, **la crise sanitaire va durablement modifier la politique budgétaire des Etats**. Celle-ci devrait être plus expansive et axée sur la redistribution et la transition écologique. Ces nouvelles orientations devraient accentuer la hausse de la demande globale en biens de consommation et en infrastructures, et donc en matières premières et en énergie. Les analystes s'attendent à un **super-cycle** des matières premières (hausse du prix sur une période prolongée).
- > Pour l'OCDE, l'inflation ne serait durable que si la **croissance des salaires s'intensifiait de façon substantielle**, ou si les anticipations d'inflation dérivait à la hausse. Pour l'instant, les tensions sur les salaires restent modérées mais on observe des hausses significatives de salaires aux USA et de fortes difficultés de recrutement en Europe.

Marchés financiers : vers une remontée des taux longs

Marchés actions



Taux d'intérêt des obligations souveraines à 10 ans (en %)



Instabilité sur les marchés actions

- > Après un **été sous le signe de l'optimisme** lié aux bons résultats des entreprises et aux progrès de la vaccination, le variant Delta et la perspective d'un resserrement de la politique monétaire de la Fed (réduction du programme d'achat de titres, le « tapering ») ont fait souffler **un coup de froid sur les marchés financiers**. La hausse de l'inflation dans les pays émergents, où le resserrement monétaire est déjà lancé (Brésil, Russie, Mexique, Chili, Hongrie) accentue ce pessimisme. Le CAC 40 a perdu 5 % entre début août et fin septembre, le S&P 500 a perdu 2 %.
- > Les **incertitudes sur l'évolution de la croissance en Chine** représentent un nouveau thème d'attention pour les marchés financiers. Les actions chinoises (MSCI China) ont baissé de plus de 13% durant l'été, accusant un retard important comparé à l'indice plus large des actions émergentes, qui s'est inscrit en territoire négatif.
- > A moyen terme, **les marchés actions devraient toutefois être bien orientés**. Les menaces à court terme (ralentissement dans les pays émergents, hausse de l'inflation suivie d'un tapering plus rapide que prévu aux USA) devraient être compensées par la perspective d'une croissance mondiale sous-jacente solide.

Vers une remontée des taux longs

- > Les taux d'intérêt des obligations souveraines ont progressé depuis la fin de l'été. Les anticipations d'inflation ont aussi légèrement progressé. La remontée du taux souverain allemand (de -0,5 % en août à -0,3 % en septembre) est liée à la **hausse de l'inflation** observée pendant l'été (3 % en g.a.) mais aussi à la potentielle **réduction des achats de la BCE** (comme les taux français et italiens). Les rendements américains se stabilisent autour de 1,3%.
- > La fin des programmes budgétaires d'urgence et le resserrement de politiques monétaires provoqueraient **une remontée naturelle des taux longs** dans le monde. Les rendements américains pourraient augmenter avec le tapering de la Fed. Les spreads souverains européens (écart de taux) devraient s'élargir quelque peu au T4 2021 du fait de l'incertitude liée aux élections et de la perspective d'une réduction des achats de la BCE.

USA : face au risque de surchauffe, un durcissement de la politique monétaire de la Fed qui risque d'affecter l'UE

Un fort rebond de la croissance ...

- > L'économie américaine rebondit vivement en raison d'une conjonction de facteurs :
 - Soutien budgétaire exceptionnel (plans de relance de l'administration Biden)
 - Politique monétaire ultra accommodante (achats d'actifs et taux directeurs proches de zéro)
 - Amélioration de la situation sanitaire
- > Après une chute de 3,5 % en 2020, la croissance du PIB devrait culminer à 7 % en 2021. La consommation et les revenus des ménages sont en nette hausse.
- > La situation se normalise sur le marché du travail : le taux d'emploi progresse, le taux de chômage devrait baisser à 4,5 % cette année contre 5,8 % en juin.
- > L'inflation est historiquement élevée, sur fond de tensions persistantes sur l'offre et dans les chaînes d'approvisionnement. Au mois de juillet, elle culminait à 5,4 %. Mais surtout, l'inflation sous-jacente* est au plus haut niveau depuis 1990 (4,3 %).

*hors prix alimentaire et énergie

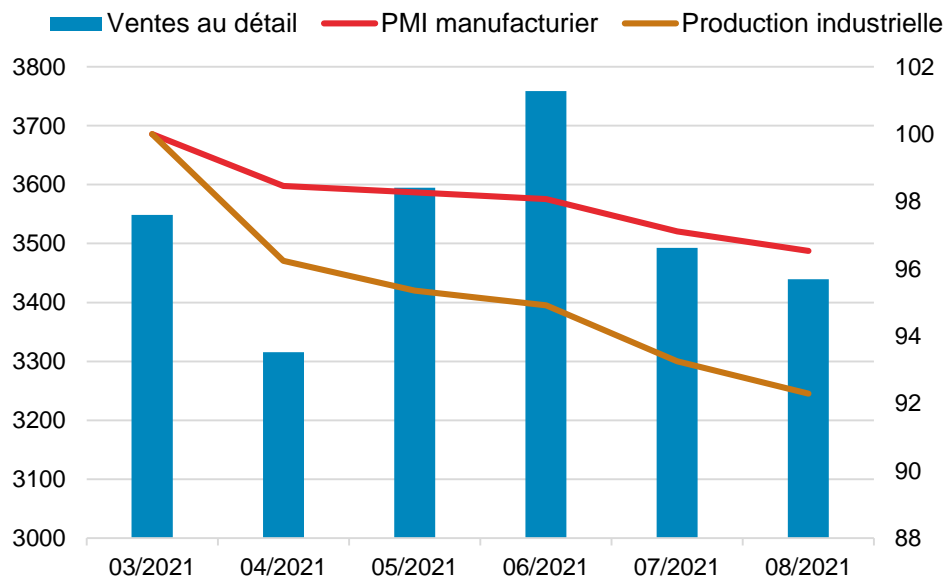
... Qui risque d'entraîner des réactions en chaîne pour l'UE

- > Pour répondre au risque de surchauffe de l'économie, la Fed pourrait, si elle considère que l'inflation est durable, **durcir sa politique monétaire** dans les mois à venir. Jerome Powell (Fed) a évoqué en juin une possible réduction progressive des achats de titres. La remontée des taux a été avancée à 2023 au lieu de 2024.
- > Un tel resserrement de la politique monétaire américaine pourrait avoir des **effets de contagion sur l'économie européenne** dans la mesure où celui-ci provoquerait une appréciation du dollar face à l'euro :
 - La dépréciation de l'euro accentuerait la poussée de l'inflation en Europe qui pourrait alors décider de resserrer brutalement sa politique monétaire.
 - Un resserrement **brutal et non anticipé de la politique monétaire** de la BCE pourrait avoir des **effets récessifs importants** sur l'activité économique. Des effets qui pourraient être d'autant plus importants si la politique budgétaire s'est, entre temps, durcie face à l'envolée des déficits publics liés à la crise sanitaire.
- > Pour l'instant, la politique monétaire de la BCE demeure plus flexible que celle de la Fed et l'inflation sous-jacente (1,6 %) n'est pas au niveau de celle des USA (4,3 %). Néanmoins, le risque d'un ralentissement de l'activité provenant des **différences relatives de politique monétaire** entre la BCE et la Fed n'est pas négligeable.

Coup d'arrêt à la reprise en Chine

Après un fort rebond économique post-covid (tiré par l'accélération de la demande mondiale en biens, notamment médicaux et mobiliers), **la croissance chinoise a marqué un coup d'arrêt pendant l'été**. Plusieurs facteurs sont récemment rentrés en jeu :

Ventes au détail, production industrielle et PMI



Source : Datastream

Indice de la production industrielle et PMI manufacturier base 100 en mars 2021

Vente au détail de bien à la consommation (en milliards de yuan)

Facteurs ralentissant l'activité

- > Raréfaction des investissements publics et du soutien budgétaire au S1 2021
- > Contraintes d'approvisionnement et hausse du prix des matières premières pesant sur le secteur industriel → **Baisse de l'indice PMI manufacturier de mars à août 2021.**
- > Dégradation de la situation sanitaire et nouvelles restrictions sur la mobilité : la fermeture partielle du troisième port chinois accentue les délais d'approvisionnement → **La hausse des volumes de ventes au détail est tombée à 6,4% en g.a* en juillet puis à 0,9% en août, contre 11,9% en moyenne au T2 2021.**
- > Durcissement des conditions de crédit et resserrement macro-prudentiel sur le marché immobilier → **Secteur des services affecté (notamment dans l'immobilier, Evergrande).**
- > Risque de faillite du deuxième promoteur immobilier chinois (Evergrande) avec une possibilité de contagion aux autres secteurs de l'économie → **Chute des valeurs boursières (le MSCI China a perdu 13 % pendant l'été).**
- > Durcissement de la réglementation dans le cadre du large virage social de la politique chinoise (dans les domaines de la technologie, de l'éducation, du numérique et de l'immobilier) → **Effets à moyen terme à prévoir.**
- > Tensions géopolitiques dans la zone Indo-Pacifique

Perspectives à court terme

> A court terme, les autorités devraient **renforcer leur soutien monétaire et budgétaire** par des mesures très ciblées d'assouplissement du crédit et par le rebond de l'investissement public. Face au regain de l'épidémie et à la hausse des prix des matières premières, la politique économique devrait être contracyclique. Mais le durcissement réglementaire et le risque de faillite d'Evergrande pourraient **affecter la trajectoire de croissance à moyen terme.**

*Glissement annuel

Vers une normalisation de la croissance chinoise ?

Evergrande, too big to fail

- > L'éventuelle faillite d'Evergrande (qui emploie 3 millions de salariés et fait travailler 8 000 entreprises), totalisant une dette équivalente à 2 % du PIB chinois, risque d'avoir des **effets systémiques** sur le reste de l'économie chinoise.
- > Le risque de diffusion aux autres secteurs s'explique par le **poids de l'immobilier** dans le PIB chinois (plus de 30 % du PIB pour la filière). Ce risque est accentué par la fragilité des entreprises : la dette des entreprises chinoises représentait 160 % du PIB du pays, contre 80 % environ pour celle des sociétés américaines.
- > Pour le gouvernement chinois, renflouer le capital d'Evergrande irait à l'encontre des efforts déployés ces dernières années pour rompre avec la promesse de garantie en capital et pourrait créer un risque d'aléa moral pour les autres entreprises qui se sentiraient à l'abri de toute faillite.
- > Néanmoins, le scénario le plus probable semble celui d'une **restructuration de la dette** du groupe sous l'égide du gouvernement, accompagnée de multiples actions locales afin d'en **limiter les impacts sociaux et politiques**. Les investisseurs étrangers ne seraient pas prioritaires (Sources : Institut Montaigne et Capital Economics).
- > Il est ainsi très peu probable que la Chine laisse une entreprise « systémique » comme Evergrande faire faillite.

Tour de vis réglementaire et changement de cap politique

- > La myriade de mesures répressives dans plusieurs domaines (éducation, numérique, immobilier, technologies) **devrait être maintenue et élargie**.
- > Elles illustrent un **changement de cap politique** pour Pékin et une redéfinition du rôle des entreprises privées. Le but de la Chine est de réduire les inégalités qui ont explosé, élargir la classe moyenne et libérer la consommation intérieure. L'idée sous-jacente semble être le partage **plus équitable des richesses plutôt que la recherche d'une croissance effrénée inégalement répartie**.
- > Pour ce faire, Pékin s'attaque aux géants de la tech, aux cryptomonnaies, aux médias sociaux, à l'e-commerce (via une hausse de l'impôt) mais aussi aux investissements à l'étranger et aux entreprises étrangères via un durcissement des réglementations sur les données.
- > Selon la Chambre Européenne du commerce à Pékin, cette stratégie pourrait conduire à une **mauvaise allocation des ressources**, une baisse des investissements étrangers en Chine, brider les capacités d'innovation et entraîner des mesures de réciprocité de la part des pays partenaires.
- > On peut ainsi s'attendre à une normalisation de la croissance chinoise, sur fond de réduction de la dépendance étrangère et d'un repli sur soi.
- > La Chine, qui avait auparavant misé sur l'immobilier pour relancer sa croissance, voit la **consommation interne comme le nouveau relais de la croissance**. Or, la part de la consommation dans le PIB est faible (40 % contre 55 % en France) et stagne depuis plusieurs années.

Brexit : des tensions dans l'application du Protocole sur l'Irlande du Nord ...

L'application du protocole d'Irlande du Nord a créé des tensions

Le protocole de retrait, entré en vigueur au 1^{er} janvier 2021, et **qui prévoit que l'Irlande du Nord reste dans l'union douanière de l'UE**, a créé des tensions :

- Multiplication des difficultés liées aux nouvelles **formalités administratives** pour les marchandises (respect des normes de l'UE, codes des douanes, règles de la TVA, etc.) transitant via l'Irlande du Nord.
- Blocages de marchandises, allongement des délais de livraison, entraînant des **coûts significatifs pour les entreprises** commerçant dans la zone, tout particulièrement pour les entreprises de production de matières premières basées en Irlande du Nord.
- Apparition de **nouvelles tensions politiques en Irlande du Nord**, notamment sur le respect des Accords du Vendredi Saint de 1998.



En réponse, des tentatives de renégociation du protocole

Devant les difficultés et les nombreuses critiques, les autorités britanniques ont proposé la « **suppression de toutes les formalités douanières pour les biens** transitant de Grande-Bretagne à l'Irlande du Nord, sauf s'ils sont explicitement destinés à entrer sur le marché unique européen ». Ils réclament aussi la fin de l'autorité de la CJE dans l'application du protocole.

L'UE juge ces propositions non recevables.

Après un premier délai de grâce de 6 mois consenti par l'UE pour retarder l'application des contrôles entre la Grande-Bretagne et l'Irlande du Nord, un **nouveau moratoire** a été décidé en juillet 2021.

Ainsi, **aucun point de contrôle dans les ports d'Irlande du Nord n'a encore été mis en place**, et le gouvernement du RU a annoncé le report à janvier 2022 de l'introduction de contrôles douaniers sur les importations provenant de l'UE. **La suite reste incertaine** au vu des positions très arrêtées des deux parties



Qui créent d'autres perturbations

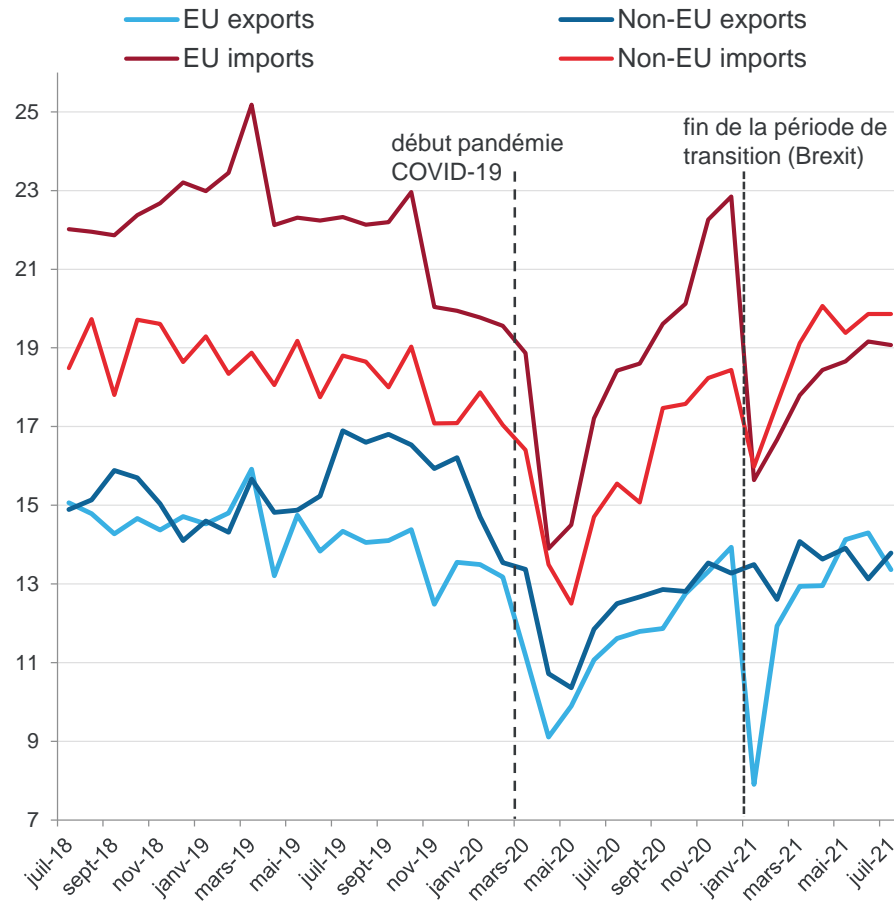
Le volume des échanges entre l'Irlande du Nord et la Grande-Bretagne a chuté de 40 % sur les 5 premiers mois de l'année 2021 (par rapport à 2020).

Parallèlement, les échanges entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande ont progressé de 40 %.

Par ailleurs, conséquence du Brexit et de la crise du COVID, **des pénuries se font sentir depuis plusieurs mois** au RU, en termes de main-d'œuvre (notamment dans le transport routier), de produits agroalimentaires (supermarchés et restaurants), ou de matières premières, plastique et composants électroniques.

... qui n'ont pas empêché le rebond de l'économie britannique. Mais jusqu'à quand ?

Commerce extérieur du Royaume-Uni, avec l'UE et hors UE



Source : Central Statistics Office. En milliards de livres.

Une croissance soutenue en 2021 et 2022 Malgré les pénuries observées depuis plusieurs mois, une forte **croissance du PIB de 6,7 % en 2021 et de 5,2 % en 2022** est attendue au Royaume-Uni. Le PIB devrait ainsi revenir à son niveau d'avant la pandémie au début de 2022. La croissance est stimulée par un **rebond de la consommation**, notamment de services, par la fin progressive des restrictions à l'activité économique et par les progrès de la vaccination.

Rebond du commerce extérieur Après une chute brutale en début d'année 2021, le **niveau des échanges** de biens du RU avec l'UE et le reste du monde **a progressivement rebondi**. Alors que les importations du RU en provenance des pays de l'UE sont encore loin de leur niveau d'avant-pandémie, celles en provenance d'autres zones ont dépassé ce niveau, évoquant une possible substitution *partielle* entre importations des deux zones. Les exportations du RU en provenance des deux zones ont presque retrouvé leur niveau d'avant-pandémie.

Un essoufflement à moyen terme ? En juillet 2021, le PIB du RU n'a progressé que de 0,1%, après une croissance de 1 % en juin, dans un contexte de forte **poussée inflationniste**. Mesurée à 3,2 %, cette poussée s'expliquerait notamment par la hausse des salaires devant les difficultés de recrutement et par les différentes pénuries. Cette inflation pourrait emmener à un durcissement de la politique monétaire du RU à court-moyen terme (hausse des taux d'intérêt), ce qui entrainerait un effet récessif sur l'activité. A plus long terme, le Brexit pourrait peser sur l'attractivité du RU, sur la disponibilité de la main-d'œuvre, et causer une réorganisation des chaînes de valeur.