

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/282 – 3 septembre 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Ajuster en douceur sans affoler les marchés.....</i>	2
☞ <i>Rentrée 2021 en zone euro : après le rebond et la reprise, l'enjeu de la résilience .....</i>	3
☞ <i>France : l'économie retrouve son dynamisme malgré un été agité .....</i>	5
☞ <i>Allemagne : une accélération de l'activité perturbée par le risque sanitaire et des problèmes d'approvisionnement qui persistent.....</i>	6
☞ <i>Italie : rebond surprise au T2.....</i>	7
☞ <i>Espagne : premier pas vers une réforme des retraites.....</i>	9
☞ <i>Chine : tour de vis réglementaire dans le secteur privé.....</i>	11
☞ <i>Maroc : redressement attendu après la douloureuse année 2020 .....</i>	13
☞ <i>Algérie-Maroc : crise diplomatique .....</i>	13
☞ <i>Pologne : des pressions inflationnistes en hausse.....</i>	14
☞ <i>Afrique sub-saharienne : la troisième vague semble refluer, mais la vaccination demeure inexistante .....</i>	15

## Ajuster en douceur sans affoler les marchés

À l'issue de cette semaine de rentrée, au terme d'un été financier calme, les marchés ont fait preuve d'un enthousiasme modéré : on notera la quasi-stabilité des taux d'intérêt *core*, la hausse des marchés actions et la timide compression des primes de risque (souverains périphériques de la zone euro mais aussi crédit et dette émergente). Les conditions financières restent très accommodantes et ne se sont pas tendues à la suite du discours du président de la Fed, Jerome Powell, à Jackson Hole.

Justement interprété comme toujours accommodant, l'exercice de communication pourtant délicat auquel J. Powell s'est livré a rassuré les marchés. Il « pourrait être approprié de commencer à réduire le rythme des achats d'actifs cette année » mais, compte tenu des risques entourant les perspectives de croissance en raison du variant Delta, la Fed ne souhaite pas alléger précipitamment son *Quantitative Easing*. Par ailleurs, elle distingue clairement le ralentissement du QE du resserrement monétaire, s'engageant ainsi à maintenir des conditions financières favorables. Enfin, l'accélération de l'inflation demeure jugée transitoire et l'amélioration en termes d'emplois n'est pas achevée.

À cet égard, le rapport sur l'emploi en août qui vient juste d'être publié est décevant. Les créations d'emplois sont largement inférieures aux attentes même si le taux de chômage se replie de 5,4% à 5,2% (3,5% en février 2020) ; la progression des salaires horaires moyens excède les anticipations (0,6% sur le mois portant la hausse sur un an de 4,1% à 4,3%) mais reste « polluée » par les effets de base et de composition. À ce stade, elle ne permet pas d'invalider le caractère transitoire de l'inflation et peut encore inviter la Fed à patienter un peu avant d'annoncer officiellement son *tapering*. Cette annonce pourrait intervenir en novembre pour une réduction effective des achats à la fin de l'année et une hausse bien ultérieure du taux des *Fed Funds* (début 2023).

En zone euro, l'inflation enregistrée en août a surpris à la hausse (3% sur un an après 2,2% en juillet). Bien que l'inflation sous-jacente ait accéléré (à 1,6% après 0,7% en juillet), l'essentiel du redressement est imputable à des effets techniques et aux prix de l'énergie (15,4% contre 14,3% en juillet). L'accélération devrait se poursuivre (contraintes sur l'offre, prix élevés des matières premières) : notre scénario envisage désormais une inflation totale proche de 4% au 4<sup>e</sup> trimestre couplée à une inflation *core* autour de 2,5%. L'inflation s'installerait sur un plateau plus durablement élevé que préalablement anticipé avant de se replier sous 1,5% fin 2022.

La BCE devra donc à son tour (il viendra la semaine prochaine à l'occasion de la réunion du Conseil des

gouverneurs) se livrer à un exercice délicat de communication et composer un message accommodant tout en ne pouvant ignorer que la croissance (cf. « *Rentrée 2021 en zone euro : après le rebond et la reprise, l'enjeu de la résilience* ») mais aussi l'inflation accélèrent. Une sorte d'optimisme tempéré lui permettant de communiquer tout en restant assez floue et en agissant peu. La BCE pourrait ainsi se contenter d'annoncer un ralentissement des achats mensuels au titre du PEPP sans pour autant confirmer la date de fin (mars 2022) de ce programme d'ajustement pourtant circonstanciel. Elle peut toujours (avec raison) justifier le maintien de son soutien monétaire par les risques mondiaux entourant la reprise (dont le ralentissement chinois, la circulation du variant Delta, la lenteur des progrès de la vaccination dans le monde émergent et les inquiétudes concernant l'efficacité du vaccin). Une telle stratégie validerait un scénario de sortie ordonnée de l'ultra souplesse monétaire, de remontée modeste des taux *core* couplée à des spreads semi et *non core* toujours serrés.

## Editorial

### Rentrée 2021 en zone euro : après le rebond et la reprise, l'enjeu de la résilience

Le rebond de l'économie de la zone euro a bien eu lieu. L'activité a repris de la vigueur après le coup dur des deux longs épisodes de confinement. À l'été 2020, l'économie avait déjà retrouvé 96% de son niveau d'avant l'apparition du Covid-19. L'écart, creusé à nouveau depuis novembre dernier, a été presque comblé à la fin du printemps 2021 : à la fin du deuxième trimestre 2021, le PIB n'est plus que de 3% inférieur au niveau pré-crise.

La reprise aussi est en route : le taux de croissance du PIB est redevenu positif, la croissance est vigoureuse et a largement dépassé le rythme potentiel. Avec un taux de croissance trimestriel de 2% au deuxième trimestre 2021, l'acquis de croissance pour la moyenne de l'année 2021 est de 3,5%. Notre prévision de juin d'une croissance à 4,8% pour l'année 2021 devrait ainsi être dépassée : en maintenant nos prévisions de croissance trimestrielle sur le second semestre, le PIB affiche une progression de 5,4%. Nous pouvons ainsi attendre une pleine récupération du niveau pré-crise dès cet été, en avance par rapport à notre précédente prévision qui tablait sur une récupération complète en fin d'année.

Il convient néanmoins de rappeler que cette reprise ne suit pas un schéma traditionnel avec un redémarrage du type consommation – activité – emploi – investissement. C'est en effet en premier lieu l'investissement qui a motivé la reprise : la vigueur et la rapidité du processus d'accumulation du capital sont proportionnelles à la forte baisse du taux d'utilisation des facteurs du printemps 2020. Cette accumulation n'a pas nécessité, comme c'est le cas dans une phase normale de reprise, une remontée de la profitabilité et un désendettement préalable pour réduire les besoins financiers. Elle s'est, au contraire, accompagnée d'une hausse de l'endettement et d'un fort soutien public à la profitabilité, qui ont permis à l'investissement de retrouver rapidement le niveau pré-crise bénéficiant de l'avance de la demande des autres zones mais aussi des investissements liés aux plans de relance. La progression de la campagne vaccinale et la réouverture des activités de services en Europe vont désormais permettre aux ménages de renouer avec un comportement de dépense plus intense. La consommation pourra donc prendre le relais de l'investissement et soutenir les chiffres d'affaires au moment où le retrait progressif du soutien public va peser sur la profitabilité des entreprises et où la contrainte financière commencera à mordre plus fortement.

Dans la zone euro, le nombre de défaillances enregistrées a peu augmenté depuis la pandémie, y compris après la levée de la suspension des

déclarations, et il est encore de 10% inférieur au niveau de fin 2019. Cette faible mortalité montre que les entreprises restent encore massivement sécurisées par l'action publique. Une remontée des défaillances sera cependant inévitable. Elle est déjà visible en Espagne et au Portugal car le soutien public y a été moindre et les secteurs touchés par la pandémie y sont plus importants. Cette remontée attendue des défaillances aura des conséquences sur l'emploi ; or, le redémarrage de la consommation ne pourra être soutenable que s'il s'accompagne de la reprise de l'emploi. L'emploi a bien repris sa progression au cours du printemps et le nombre de travailleurs n'est plus que 1,6% inférieur au niveau pré-crise. En revanche, le nombre d'heures travaillées reste plus loin du niveau d'avant-crise. Le taux de chômage s'affiche à 7,6% en juillet, de peu supérieur au niveau de février 2020 (7,4%), et le nombre de travailleurs en chômage partiel ne représente plus que 22% du pic d'avril 2020 en Allemagne, 7% en France et 10% en Espagne. Le nombre d'actifs tombés dans l'inactivité avec la crise reste cependant élevé. Les capacités excédentaires sur le marché du travail ont encore augmenté au premier trimestre 2021 et restent bien supérieures au niveau d'avant-crise, comptant pour l'équivalent de 10 points de taux de chômage supplémentaires.

C'est précisément là le principal risque pesant dans l'immédiat sur la reprise. D'autres défis existent. Bien que la circulation du variant Delta se caractérise pour l'instant par une déconnexion entre infections et hospitalisations, éloignant le risque de nouveaux confinements, l'incertitude sur l'évolution du virus persiste. En effet, tant que tout le monde n'est pas en sécurité personne ne l'est vraiment et, face à la pandémie, l'économie mondiale est aussi forte que son chaînon le plus faible. Les nouvelles mesures de distanciation appliquées en Asie au cours de l'été en témoignent et contribuent au ralentissement de la croissance de la zone euro.

Dans ce contexte d'incertitude persistante et de multiplication probable des aléas, la croissance ne suffit pas si elle ne s'accompagne de la notion de résilience. Les deux ne sont pas antinomiques car une économie sans ressort de croissance est plus vulnérable aux chocs. La croissance doit être accompagnée d'une politique économique réactive et d'institutions suffisamment flexibles pour permettre et faciliter les réallocations nécessaires de capital et travail. Même si la très grande majorité des travailleurs retrouvent un emploi dans leur secteur d'origine après la crise, des réallocations seront inévitables. Il est donc nécessaire de garantir la fluidité de ces mouvements pour éviter qu'un niveau de chômage élevé coexiste avec des emplois non pourvus, générant un ralentissement de la

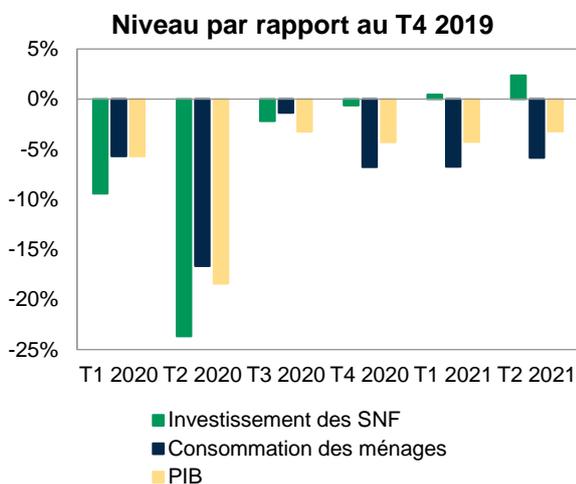
croissance et de la productivité ainsi qu'une hausse localisée de l'inflation. De même, la réallocation sectorielle du capital requise par les transformations en cours (transitions énergétique et numérique) ne peut pas reposer uniquement sur les forces du marché ni d'ailleurs sur la simple dépense publique. Elle demande une direction et une coordination publique tout autant qu'une amélioration de l'environnement économique et du système d'incitations pour permettre au secteur privé de participer efficacement. La logique de la minimisation des coûts et de l'efficacité productive importe mais ne suffit pas et requiert une orientation claire et une mobilisation collective, ainsi que des mécanismes de partage des risques efficaces.

Sortir de cette crise et se préparer, non seulement, à éviter les crises futures mais aussi à rebondir après, est plus que jamais une question d'organisation de nos institutions : il s'agit de repenser l'interaction entre le privé et le public, de gérer plus efficacement les risques collectivement. On peut appeler cela un nouveau contrat social, une nouvelle forme d'assurance mutuelle ou tout simplement la résilience collective. Peu importe le vocable : sans « cela », les récents épisodes de rebond et de reprise ne seront qu'éphémères.

## Zone euro

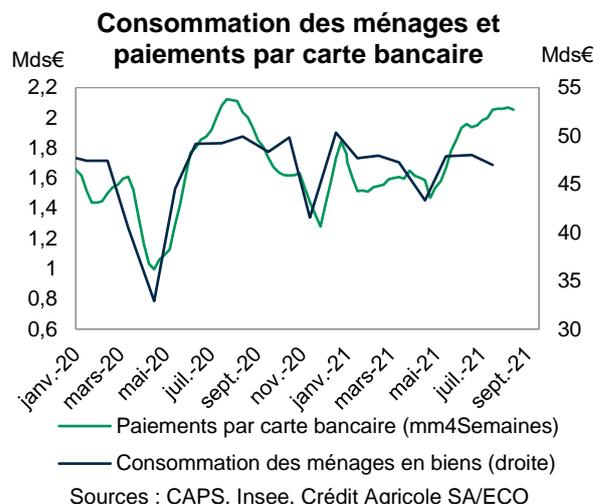
### France : l'économie retrouve son dynamisme malgré un été agité

L'Insee a révisé à la hausse son estimation de croissance pour le deuxième trimestre à +1,1% par rapport au premier trimestre (contre +0,9% en première estimation) malgré le confinement qui a pesé sur l'activité et, en premier lieu, sur la consommation jusqu'au 19 mai. Ainsi, si le PIB atteint un niveau de seulement 3,2% inférieur à son niveau d'avant-crise (T4 2019), d'importantes disparités apparaissent dans les composantes de la croissance. Alors que l'investissement a déjà dépassé son niveau d'avant-crise, la consommation des ménages au T2 était encore 5,9% inférieure à celle du T4 2019 et dispose donc d'un fort potentiel de reprise. La consommation serait ainsi le principal moteur de la croissance à partir du T3, notamment avec la reprise de l'activité dans les services.

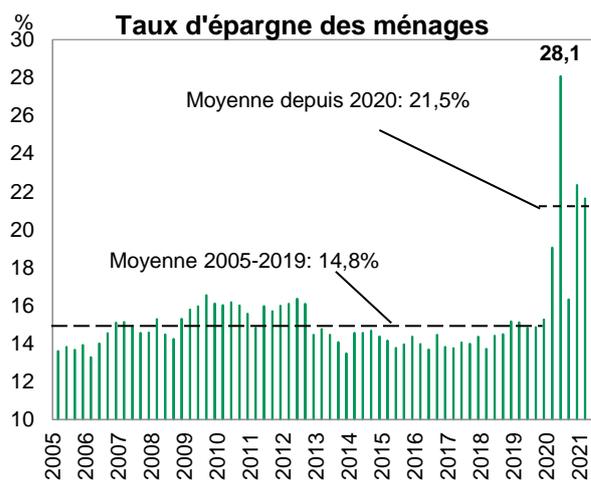


Source : Insee, Crédit Agricole SA/ECO

Le recul de la consommation des ménages en biens au mois de juillet (-2,2% par rapport au mois de juin) ne remet pas en cause cette prévision. En effet, le mois de juin a été caractérisé par une surconsommation de biens suite à la réouverture des commerces. De plus, la consommation de services a fortement repris en juillet-août malgré les craintes liées à la hausse des cas du variant Delta pendant l'été et à la mise en place du passe sanitaire à partir de la fin du mois de juillet et en août. Les données de paiements par carte bancaire confirment cette tendance, nous observons une décorrélation entre ces données et la consommation de biens depuis le mois de juillet, comme cela avait été le cas à la même période en 2020 lors de la réouverture des bars, restaurants et autres établissements de services à la sortie du premier confinement.



Ainsi, avec une consommation toujours nettement inférieure à la normale au deuxième trimestre, les ménages ont continué à accumuler un important surplus d'épargne. Le taux d'épargne atteint 21,4% après 21,6% au premier trimestre. Le pouvoir d'achat progresse également après une légère contraction au T1, porté par la progression de l'emploi salarié et par une légère accélération du salaire moyen par tête. La bonne tenue des finances des ménages et la possible utilisation d'une partie du surplus d'épargne accumulée depuis un an et demi devraient soutenir notre scénario d'une croissance portée par la consommation dans les trimestres à venir.



**Notre opinion** – La vigueur de la reprise de l'activité permise par la levée des restrictions sanitaires et la réouverture des services en mai ne semble pas remise en question par la hausse des cas liée à l'émergence du variant Delta pendant l'été. De même, la montée en charge de la campagne de vaccination devrait limiter l'impact négatif qu'aurait pu avoir la mise en place du passe sanitaire sur la consommation de services.

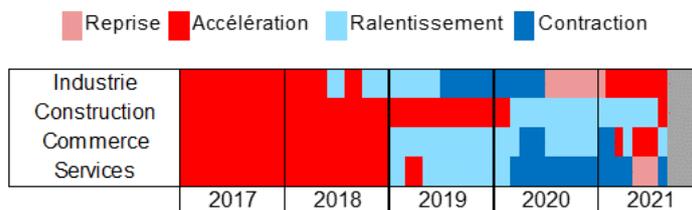
*Ainsi, avec un acquis de croissance à +4,8% à la fin du deuxième trimestre pour l'année 2021 et un potentiel de croissance encore très fort pour la consommation dans les trimestres à venir, le PIB français devrait atteindre l'objectif de 6% de croissance affiché par le gouvernement. Cette prévision sera affinée dans notre prochain scénario mais nous pouvons déjà affirmer que la consommation sera le moteur de la croissance tandis que l'investissement qui a déjà dépassé son niveau d'avant-crise continuerait de progresser à un rythme plus modéré, soutenu par le plan de relance mais pénalisé, en ce qui concerne l'investissement en biens d'équipement, par les troubles que connaît l'industrie au niveau mondial. En effet, malgré une forte demande, l'offre ne parvient pas à suivre dans certains secteurs (automobile, biens d'équipement) du fait de l'allongement des délais d'approvisionnement en matières premières et biens intermédiaires comme, par exemple, les semi-conducteurs. L'investissement des ménages, très soutenu au T2 (+4,1% par rapport au T1), pourrait en revanche croître assez nettement au second semestre, avec la très bonne tenue du marché immobilier dynamisé par des taux de crédit toujours très bas et l'appétit pour un habitat plus confortable et plus vert.*

### **Allemagne : une accélération de l'activité perturbée par le risque sanitaire et des problèmes d'approvisionnement qui persistent**

L'indice du climat des affaires allemand a reculé pour le deuxième mois consécutif en août et atteint désormais 99,4 points après 100,7 points le mois précédent. Toutefois, le détail des enquêtes révèle que la situation économique n'est pas si sombre en ce début de troisième trimestre. L'évaluation de la situation actuelle ressort en effet en amélioration constante sur les huit premiers mois de l'année. En revanche, les anticipations d'activité à six mois sont davantage pessimistes sur les deux derniers mois de sondage. Elles traduisent essentiellement les inquiétudes concernant le risque d'une quatrième vague épidémique et les problèmes d'approvisionnements en produits intermédiaires qui perdurent dans l'industrie et plombent le moral des entrepreneurs. Entre avril et juillet la proportion d'entreprises déclarant des goulets d'étranglement et des problèmes de livraisons est passée de 45% à 63,8%. Le retour de nouvelles contraintes sanitaires impacterait avant tout les secteurs du commerce et des services, les premiers jusqu'ici touchés par les restrictions tandis que les pénuries de biens intermédiaires (semi-conducteurs et puces) affectent essentiellement le secteur industriel, notamment dans l'automobile et les machines et équipements, deux secteurs primordiaux pour la valeur ajoutée du pays. L'analyse de l'intensité sectorielle d'activité permet pour chaque secteur sondé d'identifier dans quelle phase du cycle économique il se situe. Ainsi,

les données actuelles confirment la bonne tenue du secteur industriel en dépit des problèmes de chaînes d'approvisionnement et cela grâce à des commandes encore jugées robustes. Le secteur de la construction après une longue phase de ralentissement, semble de nouveau retrouver son élan au mois d'août. Les secteurs du commerce et des services sont davantage soumis à pression, oscillant entre reprise et ralentissement au grès du durcissement ou assouplissement des contraintes sanitaires. L'activité dans les services semble particulièrement sensible à ce contexte de faible visibilité sur les perspectives à venir. Le volume des ventes au détail du mois de juillet signale à nouveau un repli (-5,1% sur un mois) après deux mois de fortes hausses mais les données de juin incorporaient la levée des restrictions sur les commerces dans la plupart des régions du pays. Comparativement à février 2020, les ventes au détail ont tout de même augmenté de 3,8%. La vigueur du marché du travail et un moindre recours au chômage partiel dans les entreprises devraient faciliter le redressement des ventes au détail dans les prochains mois. La longue période de consommation bridée semble être derrière nous et laisse la place à davantage de dépenses en raison de l'excès d'épargne accumulée ces derniers mois et de l'écart encore important de la consommation par rapport à son niveau d'avant crise qui laisse envisager un potentiel de reprise assez élevé.

### Intensité sectorielle d'activité à partir de l'enquête Ifo sur les entreprises



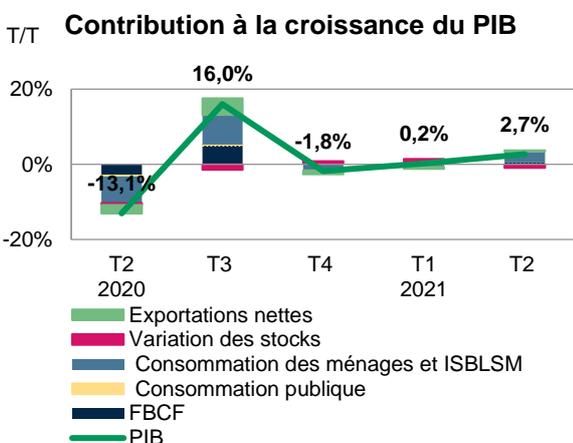
Sources : Ifo, Crédit Agricole S.A.

*Si la situation et les anticipations sont en-dessous de leur moyenne de long terme alors le secteur est jugé en contraction. Si les anticipations s'améliorent celui-ci passe en phase de reprise. Inversement, si la situation et les anticipations sont au-dessus de leur moyenne alors le secteur est en accélération et une détérioration des anticipations représente alors un ralentissement.*

**☑ Notre opinion** – Le redressement de l'activité allemande est bien engagé en ce début de troisième trimestre mais demeure encore sujet à des vents contraires susceptibles de perturber le rythme de la reprise. La pénurie de biens intermédiaires continue de peser encore durablement sur les capacités productives du pays en dépit d'une demande industrielle robuste. Du côté des services, ce n'est pas tant la détérioration de la situation qui pèse actuellement sur l'activité mais principalement les perspectives incertaines sur l'évolution sanitaire qui nuisent au moral des entrepreneurs. En se réservant un diagnostic raisonnablement optimiste sur l'évolution épidémique, nous pouvons espérer une accélération plus marquée de l'activité au cours du troisième trimestre. Celle-ci sera guidée par une consommation frémissante après des dépenses bridées tout au long du T1 et sur une grande partie du T2.

### 👉 Italie : rebond surprise au T2

Au deuxième trimestre 2021, le PIB italien a enregistré un rebond significatif confirmé par la deuxième estimation de l'Istat avec une augmentation de 2,7% par rapport au trimestre précédent. Par rapport au deuxième trimestre de 2020, qui marque le plus fort de la crise, le PIB a progressé de 17,3%. Cette hausse fait suite à un premier trimestre légèrement positif revu à la hausse à 0,2%. La variation acquise pour 2021 est de +4,7%.



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

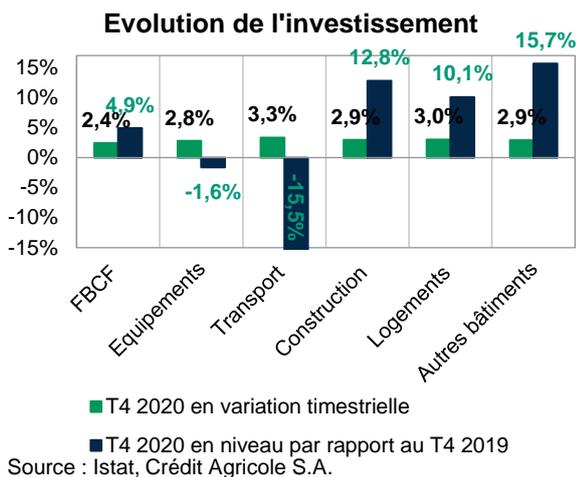
La croissance a été portée aussi bien par la demande domestique (+3,1 points de pourcentage) que par la demande extérieure (+ 0,3 point de pourcentage). Comme attendu, les variations des

stocks ont amputé la progression du PIB enregistrant une contribution négative de 0,8 point de pourcentage.

La consommation des ménages a surpris par son dynamisme enregistrant une hausse de 5% sur le trimestre grâce à une nette reprise des dépenses en services qui ont bondi de 9,3%. Les achats de biens semi-durables se sont également illustrés par leur vigueur (+4,7%) tandis que la croissance des autres postes de consommation est restée plus modérée avec + 0,6% pour les achats de biens durables et + 0,7% pour les biens non durables. En dépit de cette forte progression, le niveau de la consommation reste inférieur de plus de 6% à celui d'avant-crise avec un écart encore très marqué pour les postes de dépenses tels que les services (-13% par rapport au T4 2019) et les biens semi-durables (-11,8%) pour lesquels la récupération a été plus partielle en 2020 contrairement aux achats de biens durables dont le niveau dépasse de près de 3% celui du T4 2019.

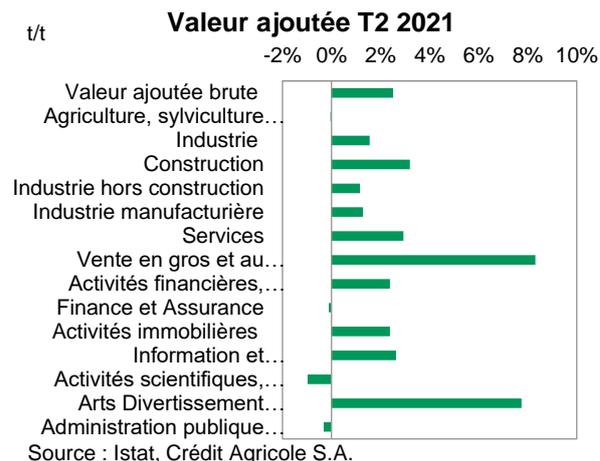
L'investissement, qui a largement dépassé le niveau de fin 2019 (+4,9%), poursuit son ascension. Après +3,8% au premier trimestre, il augmente de nouveau au T2 de 2,4% cumulant trois trimestres de hausse consécutifs. Porté par la reprise des investissements publics ainsi que par les mesures d'incitation fiscale (super bonus 110), le boom de la construction se confirme avec +2,9% au T2 imputable aussi bien au segment résidentiel (+3%) qu'à celui du BTP

(+2,9%). La construction se situe désormais à près de 13% au-dessus de son niveau d'avant-crise. L'acquis laissé à 2021 promet une croissance record cette année et avoisine les 20%. La récupération du secteur productif reste plus partielle mais tend à s'affirmer. Malgré une croissance de 2,8% au T2 actant quatre trimestres de hausse consécutifs, le niveau de l'investissement en machines et équipements reste inférieur de 1,6% à celui d'avant-crise. Enfin, la composante transport progresse (+3,3%) mais peine à se rétablir (-15% par rapport au T4 2019).



Après la maigre croissance du T1, les exportations ont repris de l'allant au cours du T2. Les ventes à l'étranger ont ainsi progressé de 3,2% tandis que le rythme de croissance des importations est resté stable à 2,3%.

Pour ce qui est de l'offre, la valeur ajoutée dans l'industrie au sens strict a observé une évolution positive de 1,2% tandis que celle de la construction a augmenté de 3,2%. Après deux trimestres de recul, les services ont progressé de 2,9%. Les activités de commerce et d'hôtellerie et restauration se démarquent par une croissance de près de 8,3%. Il en est de même pour les arts, spectacles et autres services dont la valeur ajoutée progresse de 7,7%. En revanche, elle diminue dans les activités financières et d'assurance (-0,1%), professionnelles (-1%) et dans la branche administration publique (-0,3%).



En ligne avec la progression de l'activité, les heures travaillées ont augmenté de 3,9% par rapport au trimestre précédent. Une croissance observable dans tous les secteurs de production mais qui reste plus prégnante dans l'industrie au sens strict (+ 3,4%) et dans les services. (+4,4%).

**Notre opinion** – Une fois n'est pas coutume, le Bel Paese peut se targuer d'avoir enregistré le deuxième plus fort taux de croissance de la zone euro après l'Espagne (+2,8%) faisant mieux que l'Allemagne (+1,6%) et la France (+1,1%). Prenant de court la plupart des observateurs, la croissance du T2 donne un coup de fouet à la récupération italienne toujours portée par l'investissement mais à laquelle concourt à présent la consommation des ménages. Le niveau du PIB a rattrapé une partie de son retard et se situe désormais à seulement 3,5% en dessous de celui d'avant-crise. Une tendance qui devrait se confirmer au cours du troisième trimestre laissant présager une croissance supérieure à 5% cette année. Les indicateurs avancés continuent de pointer un dynamisme de l'activité au T3 mais qui se modère légèrement après les bonnes performances de juin. En légère baisse, le PMI manufacturier avoisine encore les 60 points en août tandis que celui des services se stabilise à 58. La confiance des entreprises qui a atteint des niveaux records diminue légèrement en août à 114,2 après le point haut de juillet (115,9) tandis que celle des ménages se stabilise à 116. La production industrielle, qui a progressé de 1% en juin selon les données de l'Istat, pourrait faiblir en juillet d'après les estimations de la Confindustria qui s'attend à un recul de 0,7%. En cause, un recours accru aux stocks pour répondre à l'afflux de commandes, et une pression toujours forte sur les prix et la disponibilité des intrants qui tend à pénaliser les entreprises du secteur. Du côté de l'emploi, il se stabilise en juillet après une hausse en juin. Malgré la fin du blocage des licenciements, le taux de chômage a baissé en juillet à 9,3% (-0,1 point) et à 27,7% (-1,6 point) chez les jeunes.

	avr.-21	mai-21	juin-21	juil.-21	août-21
Confiance des consommateurs	102,3	110,6	115,1	116,6	116,2
Confiance des entreprises	98,5	107,2	112,5	115,9	114,2
Confiance dans l'industrie	106,5	110,6	114,4	115,2	113,4
PMI Manufacturier	60,7	62,3	62,2	60,3	60,9
PMI Service	47,3	53,1	56,7	58	58
Production industrielle	1,6%	-1,6%	1,0%		
Production industrielle (Confindustria)	-0,2%	0,3%	1,1%	-0,7%	
Taux de chômage	10,2	9,9	9,4	9,3	

### Espagne : premier pas vers une réforme des retraites

Le gouvernement a approuvé le premier volet de la réforme des retraites sous la forme d'un projet de loi, qui occupera le devant de la scène au Congrès en septembre. Cette fois, contrairement à la réforme de 2013, où le Partido Popular (PP) avait bénéficié d'une majorité absolue, le gouvernement de Pedro Sánchez aura besoin du soutien des autres groupes. Le principal leader de l'opposition, Pablo Casado, a déjà fait part de son refus, estimant que l'ensemble de mesures ne garantit pas la soutenabilité du système. La réforme des retraites consistera en une série de mesures qui affecteront pleinement les prestations de la Sécurité sociale. L'objectif est de garantir la durabilité d'un système qui marche sur la corde raide depuis un certain temps et qui fait l'objet de débats non seulement au niveau national, mais aussi à Bruxelles.

Le projet abrogera certains des aspects les plus controversés de la réforme des retraites que Mariano Rajoy (PP) a fait adopter en 2013 : l'indice de revalorisation des retraites, qui limitait l'augmentation annuelle à 0,25% en situation de déficit, et le facteur dit de soutenabilité, qui sera remplacé par un nouveau mécanisme d'équité intergénérationnelle. Il introduit également des incitations à retarder volontairement la retraite et révisé le modèle de retraite anticipée afin de rapprocher l'âge effectif de la retraite de l'âge légal. Si les groupes d'opposition donnent leur feu vert à la réforme, le gouvernement prévoit qu'elle entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2022.

Parmi les mesures visant à retarder l'âge de la retraite, il est établi qu'en cas de retraite anticipée volontaire, les coefficients de réduction des pensions deviendront mensuels, et non plus

trimestriels, et qu'il n'y aura de périodes transitoires pour leur application que dans le cas des pensions maximales. Dans la plupart des cas, ces coefficients seront inférieurs à ceux actuellement en vigueur en échange d'un report de deux mois de la retraite anticipée. Les nouveaux coefficients de réduction inclus dans cette réforme seront appliqués au montant de la pension, en respectant toujours la limite maximale. Lorsque la pension dépasse la limite fixée pour le montant des pensions, les coefficients de réduction seront appliqués progressivement, sur une période de dix ans, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2024.

En cas de retraite retardée, le projet propose trois types d'incitations, à choisir par le salarié, pour chaque année de report : un pourcentage supplémentaire de 4% (qui sera ajouté à celui correspondant au nombre d'années de cotisation et appliqué à la base réglementaire respective pour déterminer le montant de la pension) ; une somme forfaitaire (paiement unique) en fonction du montant de la pension et récompensant les plus longues carrières de cotisation, ou bien une combinaison de ces deux mesures. Le montant forfaitaire variera entre un minimum de 4 786 euros et un maximum de 12 000 euros.

Le texte garantit le pouvoir d'achat des pensions contributives, y compris les pensions minimales, en liant leur revalorisation annuelle à la variation moyenne en glissement annuel de l'IPC pour les 12 mois précédant le mois de décembre. Avec la nouvelle formule qui sera introduite dans les prochains mois, dans le cas où l'IPC est négatif, la prestation sera gelée.

**☑ Notre opinion** – Le Conseil des ministres a approuvé le projet de loi qui reprend l'accord récemment conclu par le gouvernement et les partenaires sociaux sur les retraites. Cette réforme comporte trois mesures principales. D'abord, l'abrogation de l'indice plafonné de revalorisation des pensions (IRP) introduit en 2013 et l'engagement de les actualiser chaque année avec l'indice des prix à la consommation (IPC). Deuxièmement, la modification des coefficients de correction pour la retraite anticipée et des incitations à la retraite retardée, dans le but d'augmenter l'âge effectif de la retraite. Troisièmement, le remplacement du

*facteur de soutenabilité par un futur mécanisme d'équité intergénérationnelle. Ces mesures sont-elles efficaces pour améliorer la viabilité financière et sociale du système de retraite ? La réponse n'est pas encore claire.*

*Premièrement, la réévaluation des retraites avec l'IPC au lieu de l'IRP augmentera les dépenses de 2,3% en 2050, selon les dernières estimations d'AIReF. Deuxièmement, les mesures proposées pour relever l'âge effectif de la retraite sans modifier l'âge légal pourraient ne pas entraîner d'économies importantes dans les dépenses de retraite. Par exemple, si la réforme atteint ses objectifs et parvient à retarder d'un an l'âge de la retraite anticipée, il en résulterait une augmentation des dépenses du système en valeur actuelle de 2,4% dans le cas des retraites volontaires et de 3,3% dans le cas des retraites non volontaires, selon une étude récente de l'Université de Valence<sup>1</sup>. L'explication de cette augmentation des dépenses réside dans le fait que les coefficients de réduction sont très élevés pour la retraite anticipée, de sorte qu'un report de la retraite favorise le futur retraité en augmentant sa prestation : la pension initiale est réduite de 4,75% à 5,50% en cas de retraite anticipée de 12 mois. Compte tenu de l'espérance de vie après 66 ans, ces réductions font plus que compenser le fait de devoir payer une année de pension supplémentaire.*

*Troisièmement, la suppression du facteur de soutenabilité de 2013 à partir de 2023 entraîne une augmentation des dépenses de 0,9% du PIB en 2050, selon les dernières projections d'AIReF pour 2020. Le projet de loi prévoit l'approbation d'un futur mécanisme d'équité intergénérationnelle (MEI), dont les détails ne sont pas connus et qui entrera en vigueur en 2027. Contrairement au facteur de soutenabilité, qui réduisait la croissance de la pension initiale en raison de l'augmentation de l'espérance de vie et qui était appliqué de la même manière à toutes les générations, le nouvel IME se concentrera uniquement sur les générations du baby-boom. Si les économies devraient être similaires à celles du facteur de soutenabilité, l'ajustement à supporter par les générations du baby-boom sera plus important, car il sera concentré sur moins de personnes. Inversement, si l'ajustement de ces générations est plus faible, des économies équivalentes à celles du facteur de durabilité ne seront pas réalisées.*

<sup>1</sup> [https://www.uv.es/pensiones/docs/sistema-publico-pensiones/Reforma\\_Edad.pdf](https://www.uv.es/pensiones/docs/sistema-publico-pensiones/Reforma_Edad.pdf)

## Pays émergents

### Asie

#### Chine : tour de vis réglementaire dans le secteur privé

**Les mesures réglementaires à l'encontre des entreprises chinoises du secteur de la tech en particulier se sont multipliées ces derniers mois, créant à chaque nouvelle annonce de fortes turbulences sur les marchés actions chinois ainsi que des phénomènes de contagion sur certains segments des marchés hongkongais et américain où ces entreprises sont généralement aussi cotées.**

Ce mouvement avait été amorcé en novembre 2020, avec la suspension de l'entrée en bourse d'Ant (filiale du groupe Alibaba détenu par Jack Ma), justifiée par les craintes du régulateur de voir l'endettement des ménages accélérer et se développer en dehors du cadre financier traditionnel.



Par une sorte d'effet cascade, les suspensions d'entrées en bourse ont augmenté ces derniers mois -40 pour le seul mois d'août sur les marchés de Shanghai et Shenzhen – sous pression de la politique de « tolérance zéro » à l'égard de la fraude financière menée par la CSRC (*China Securities Regulatory Commission*).

Des géants de la tech ont aussi écopé de fortes amendes (2,8 Mds USD pour Alibaba) en raison de pratiques anti-concurrentielles. Didi, le « Uber chinois » a été rappelé à l'ordre pour sa politique de gestion de données, et pourrait également faire les frais d'une sanction exemplaire.

Le 2 septembre 2021, onze start-up (dont Didi) ont été convoquées pour un rappel à l'ordre sur leurs pratiques commerciales. Il leur a été demandé « de faire davantage pour une concurrence saine » et « de respecter les règles du marché ». Elles ont jusqu'à la fin de l'année pour se mettre en conformité.

#### *Pourquoi cette accélération ?*

**Ce resserrement de la réglementation semble être motivé par trois motifs principaux :** 1) préserver la concurrence dans le secteur de la tech et empêcher la formation de monopoles, 2) protéger les intérêts des consommateurs chinois ainsi que l'accès à leurs données personnelles et 3) limiter ce que le PCC considère comme les « excès du capitalisme ».

**Législation antitrust :** prévue depuis 2008, la loi antitrust ne s'applique vraiment que depuis novembre 2020. Pékin veut éviter que le marché de la tech ne devienne trop oligopolistique voire monopolistique, à l'image de ce qui a pu se passer aux États-Unis et en Europe avec les GAFAM. Les mesures prises par le régulateur chinois sont ainsi finalement assez proches des Américains et Européens (amendes contre Amazon, Google ou Facebook qui se multiplient).

**Sécurité des données :** la Chine s'inquiète que des données personnelles (notamment celles d'officiels du régime) puissent être détenues par des entreprises étrangères. Les entreprises chinoises de plus d'un million de clients se faisant lister auprès des places boursières américaines sont particulièrement concernées. Elles sont maintenant soumises à des politiques de cybersécurité accrues. C'est cette régulation qui explique la plupart des suspensions d'entrées en bourse de ces derniers mois.

**Lutte contre les « dérives du capitalisme » :** les secteurs visés (services financiers, éducation privée, jeux en ligne) avaient régulièrement été désignés par le PCC comme nuisibles socialement (risques de surendettement pour les ménages, addiction aux jeux des enfants, forte hausse du coût de l'éducation pesant sur le taux de fécondité).

S'ajouterait aussi la volonté de rediriger les capitaux vers les secteurs et industries considérés comme plus stratégiques d'un point de vue géopolitique (la « hard » tech qui inclut les batteries, les semi-conducteurs, les bio technologies).

#### *Quels pourraient être les prochains secteurs concernés ?*

Des attaques ont été lancées contre les secteurs de la publicité, de l'immobilier et de la santé, et laissent à penser qu'ils pourraient être les prochains à subir un durcissement de la réglementation.

☑ **Notre opinion** – *Les motivations des régulateurs sont en grande partie fondées. Le problème est que la réglementation se fait souvent à marche forcée, ne laisse guère de temps aux investisseurs pour s'adapter. Les intérêts des investisseurs sont donc bien plus susceptibles d'y être sacrifiés au nom des priorités stratégiques publiques.*

*Ce tour de vis réglementaire s'inscrit de manière plus large dans la réorientation du modèle chinois vers un socialisme économique plus « pur » où les activités capitalistiques sont de plus en plus surveillées. Cette évolution n'est en réalité pas si nouvelle, Xi Jinping n'ayant eu de cesse ces derniers mois de rappeler que les entreprises privées devaient avant tout être « au service du Parti ».*

*Depuis quelques semaines, Xi Jinping a également remis au centre des réflexions le concept de « prospérité commune », développé sous l'ère maoïste. Sans renier que le pays avait eu besoin que certains « deviennent riches avant les autres », selon la formule consacrée de Deng Xiaoping, l'heure est maintenant à « l'ajustement des revenus excessifs », dont ceux des grands patrons de la tech. Il a également appelé les plus fortunés et les entreprises à « rendre davantage à la société ». C'est que la montée des inégalités dans le pays est prise très au sérieux par Xi. D'une part, car elle peut être porteuse de mécontentement social (et à l'origine de la plupart des mouvements de contestation ayant émergé dans le reste du monde ces dernières années). Mais surtout car elle est de nature à contrarier le développement de la classe moyenne (600 millions de Chinois vivent avec 1 000 yuans par mois, soit 130 euros) pourtant nécessaire à l'évolution du modèle vers une croissance plus domestique (on retrouve là la notion de « circulation duale », introduite par Xi Jinping en 2020).*

*En attendant peut-être l'annonce de nouvelles mesures de redistribution, ou la modification de la structure fiscale, les milliardaires et les entreprises sont fortement incités à pratiquer la « troisième redistribution », consistant en la création de fonds caritatifs (richement) dotés. A tel point que les donations caritatives sont déjà 20% supérieures à la totalité de celles effectuées en 2020. De quoi s'acheter (peut-être) encore un peu de temps avant les prochaines annonces du régulateur...*

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Maroc : redressement attendu après la douloureuse année 2020

Le Maroc a été très fortement affecté en 2020 par les effets de la crise de la Covid-19 mais l'activité se redresse partiellement début 2021. Après une récession de 6,3% en 2020, le premier semestre est caractérisé par une bonne reprise des activités industrielles et une confiance retrouvée des milieux d'affaires.

Mais qu'en est-il de la situation sanitaire ? La pandémie est repartie fortement à la hausse à l'été 2021. Après avoir culminé à plus de 60 000 cas par semaine mi-août, le nombre de contaminés est retombé actuellement à 42 000. Fin août, le nombre de cas s'établissait donc à 900 000 et celui des décès à 12 500. Le taux de létalité reste contenu en moyenne à 1,2%, mais on sent que le pays a du mal à combattre le variant Delta, malgré une vaccination partielle (deux doses) de 41% de la population, une performance très honorable pour un pays de la région. Il est donc encore prématuré de tirer un bilan définitif en termes de santé publique car la pandémie connaît une recrudescence préoccupante qui pourrait affecter l'activité du troisième trimestre.

En 2020, l'arrêt de nombreuses activités lors des confinements, la sécheresse qui a pénalisé l'agriculture (dont le poids dans le PIB est de 20%), la mise à l'arrêt du tourisme (8% du PIB et qui s'est effondré de 70%), les pertes d'activité de l'industrie automobile, de l'aéronautique et du BTP, et la chute de la consommation des ménages a entraîné une récession de 6,3%. La forte récession des pays partenaires d'Europe a aussi pesé négativement sur l'activité. La chute des importations a paradoxalement amélioré provisoirement le déficit commercial (biens et services) et courant qui se sont contractés. Ce dernier est passé à 1,4% du PIB, une bonne performance due à la crise.

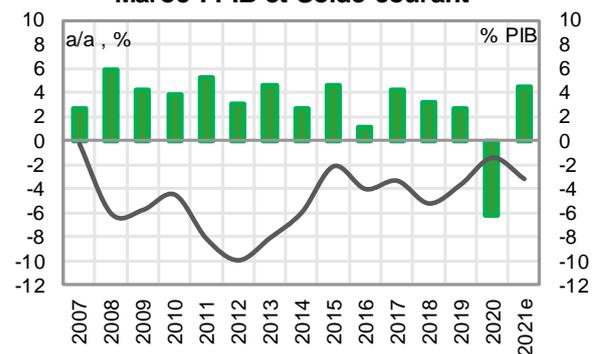
Dans ce contexte tendu, la réactivité de la Banque centrale a été très bonne. Le régime de change est sorti du cadre à +/- 5% autour du panier €-\$ en 2020, mais s'est stabilisé grâce à l'aide du FMI de 3 Mds

USD en 2020. La politique monétaire de peg au panier €-\$ reste donc solide et les réserves en devises sont correctes à huit mois d'importations.

En revanche, la dette externe a dépassé le seuil de surendettement de 150% des exportations. Par ailleurs, la situation sociale et les mesures de soutien ont creusé le déficit budgétaire qui est passé à 7,6% du PIB en 2020 et la dette publique à 92% du PIB. L'inflation est maîtrisée (0,2% en 2019, 0,6% en 2020).

En 2021, la hausse du PIB agricole va favoriser le rebond de croissance post-crise. Un rebond à 3,9% en 2021 et 3,2% en 2022 est probable mais devrait creuser le déficit courant à 3,2% du PIB. La reprise va donc paradoxalement accentuer les déséquilibres macroéconomiques et des importations. Un creusement excessif des déficits accentuerait les tensions monétaires et pourrait nécessiter une nouvelle aide du FMI, mais ceci semble peu probable au regard des mesures actuelles prises.

Maroc : PIB et Solde courant



Sources : Office des changes, EIU, Crédit Agricole S.A.

L'impact de la crise est donc surtout, comme ailleurs dans le monde, sur la hausse des dettes publiques et externes qui ont dépassé les seuils de surendettement en 2021. Ceci pourrait retarder l'arrivée des investissements directs étrangers.

**Notre opinion** – Le pays est aussi entré en période électorale avec la préparation des élections législatives d'octobre prochain. Ce scrutin qui mobilise actuellement peu les politiques et la population en raison de la crise sanitaire. Peu de bouleversements sont attendus de ce scrutin qui devrait toujours voir les quatre grands partis – le PJD (islamistes modérés), le PAM (proche du roi), l'Istiqlal (islamistes modérés) et le RNI (royalistes de centre droit) – se partager la plupart des sièges au Parlement. La politique économique étant principalement orientée par le Palais.

### Algérie-Maroc : crise diplomatique

L'Algérie a suspendu ses relations diplomatiques avec le Maroc. La crise a pour origine la question du Sahara occidental (le front Polisario étant soutenu par Alger), et la reconnaissance de la pleine et

entière souveraineté du Maroc sur ce territoire par les États-Unis contre l'établissement de relations diplomatiques avec l'État d'Israël.

**Notre opinion** – Les tensions politiques ont toujours été vives entre le Maroc et l'Algérie depuis une cinquantaine d'années sur le sujet du Sahara occidental. Cette nouvelle étape dans la défiance mutuelle est toutefois préoccupante car elle s'inscrit dans un environnement politique et géopolitique régional plus tendu. La Tunisie et la Libye étant également soumises à des tensions politiques en hausse récemment.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

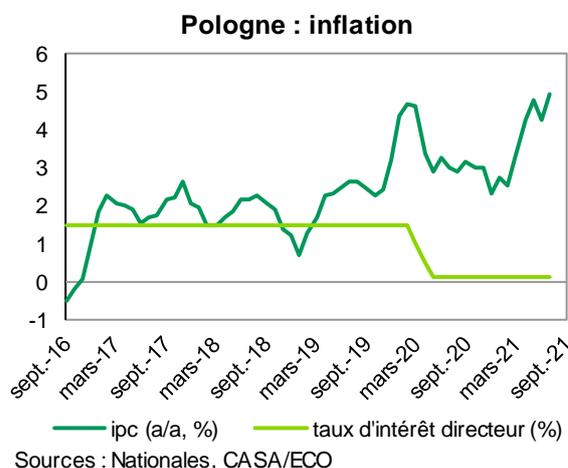
### Pologne : des pressions inflationnistes en hausse

Cet été, la hausse des prix à la consommation a surpris aussi bien les estimations de marché que ceux de la Banque centrale. Le point le plus haut jusqu'à présent a été atteint en août avec une augmentation des prix en glissement annuel de 5,4% alors que les anticipations s'élevaient autour de 5%. Les chiffres des mois de mai, juin et juillet étaient également relativement élevés avec respectivement des hausses de 4,8%, 4,3% et 4,9% : bien au-delà de la cible haute de la Banque centrale qui s'établit à 3,5%. Nous avons relevé nos prévisions sur l'inflation à 4,4% en 2021.

Cette hausse représente une des conséquences directes de la crise de la Covid-19 alors que la trajectoire inflationniste polonaise était autour de 2,5% à 3%, plutôt bien maîtrisée par la Banque centrale.

Pour expliquer les raisons concrètes de cette hausse des prix, il convient de regarder à la fois le marché intérieur polonais mais également la composante importée de l'inflation par le prix des matières premières. La hausse des prix de l'énergie est un des principaux facteurs qui expliquent la hausse globale des prix car la part du pétrole et du gaz dans les importations demeure élevée.

Ensuite, les prix alimentaires (des fruits et légumes et de la viande) ont également augmenté de plus de 5% les trois derniers mois. Toutefois, même l'inflation sous-jacente – donc hors les variables fluctuantes comme l'énergie et l'alimentation – augmente sous la pression croissante des dépenses de loisirs (culture, hôtellerie, etc.), mais toutefois dans une moindre mesure.



**Notre opinion** – La question centrale, au regard des chiffres des derniers mois, se pose en termes de durabilité de cette tendance haussière et des éventuelles réactions de la Banque centrale par un resserrement de la politique monétaire. Cette dernière s'était prononcée en annonçant qu'il n'y aurait pas de hausse des taux directeurs avant la fin du mandat de son gouverneur, à la fin du premier semestre 2022, mais la pression monte et il n'est pas exclu qu'une hausse du taux directeur (actuellement à 0,10%) intervienne avant cette échéance.

Par ailleurs, la dynamique économique s'annonce de plus en plus forte, grâce également aux fonds de relance européens dont les déboursments d'ici 2023 représentent 23,1 milliards d'euros. Le taux de chômage quant à lui a encore atteint un point bas à 3,4% et la pression à la hausse des salaires se poursuit.

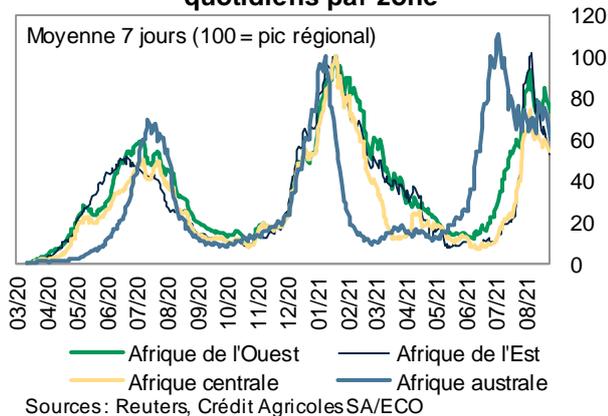
La pression à la hausse des prix devrait rester encore forte cette année. Les évolutions à court et moyen termes dépendront fortement des prix du pétrole et du gaz ou des hausses des prix régulés par le gouvernement. Néanmoins, la question inflationniste restera encore présente comme un des effets de la crise sanitaire qui pourrait même devenir un élément structurel.

## Afrique sub-saharienne

### Afrique sub-saharienne : la troisième vague semble refluer, mais la vaccination demeure inexistante

Alors que l'Afrique sub-saharienne a été rattrapée à partir de mi-mai par une importante troisième vague, le pic de cette séquence semble désormais dépassé. L'OMS rapporte ce mercredi une baisse des cas de contaminations hebdomadaires pour la septième semaine consécutive. Ce recul du nombre de cas à l'échelle du continent ne doit cependant pas occulter la situation de certains pays, où l'épidémie progresse toujours.

**Afrique sub-saharienne : cas quotidiens par zone**



Le poids de l'Afrique du Sud dans les chiffres à l'échelle du continent (50% des cas et 60% des décès officiellement recensés) oriente fortement la dynamique agrégée. Le pays d'Afrique australe, de loin le plus affecté du continent, a dépassé le pic d'une troisième vague particulièrement virulente, stimulée notamment par le variant Delta. La décrue n'est cependant pas aussi marquée que lors des deux précédentes vagues, et le nombre de contaminations se maintient depuis plus d'un mois sur un plateau élevé de 10 000 nouveaux cas quotidiens. Dans le même temps, un cinquième des pays de la zone enregistrent une augmentation du nombre de contaminations par rapport à la semaine dernière.

En Éthiopie, le nombre de cas quotidiens a ainsi augmenté de 50% en une semaine, et la circulation du virus ne montre pas de signes de ralentissement.

L'Afrique du Sud fait également la course en tête en Afrique sub-saharienne pour la vaccination, mais son avancement limité témoigne du retard massif des pays de la zone dans cette campagne. Seulement 16% de la population sud-africaine a reçu au moins une dose, et 10% des habitants du pays sont pleinement vaccinés. Hormis au Zimbabwe et au Botswana (avec respectivement 11% et 7,5% de la population complètement vaccinés), la couverture dans la région est pratiquement inexistante. La tendance est néanmoins à l'accélération, depuis un niveau de départ extrêmement bas. Si le nombre de doses administrées pour 100 personnes en Afrique sub-saharienne a triplé entre juin et fin août, passant de 1,2 à 3,4, il est déjà de 63 dans les autres pays émergents et en voie de développement. Environ 13 millions de personnes sont pleinement vaccinées en Afrique sub-saharienne, soit seulement 1,2% de la population à l'échelle de la région.

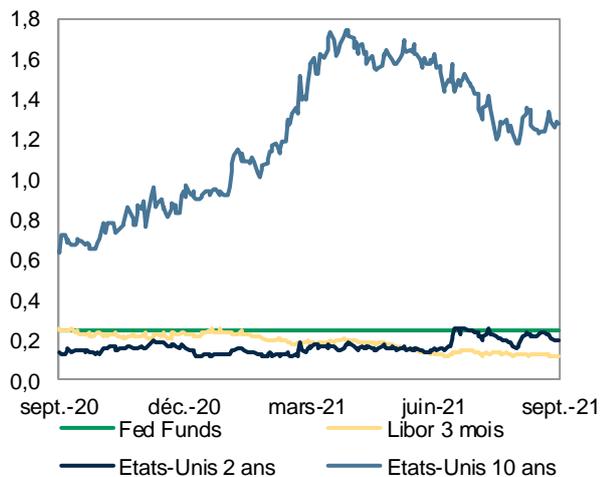
Les pays d'Afrique sub-saharienne se reposent en grande majorité sur les initiatives comme Covax et des donations (la Chine représentant 68% des donations bilatérales dans la région) pour leur approvisionnement en vaccins. Le rythme de vaccination est donc fortement contraint par la disponibilité de doses offertes par ces dispositifs, compromise par les sur-commandes des pays avancés comme par les restrictions aux importations mises en place par certains pays. Au-delà des livraisons de doses, la logistique que nécessite leur administration représente un défi supplémentaire pour certains pays. L'Afrique de l'Ouest en particulier, dont l'OMS pointe la fragilité des systèmes de santé, n'a ainsi administré que 38% des doses reçues, contre plus de 75% en Afrique de l'Est et australe.

**Notre opinion** – Le bénéfice de l'accélération des livraisons de vaccins aux pays de la zone sera plus que marginal compte tenu du retard colossal pris par la plupart des pays d'Afrique sub-saharienne. La question de la troisième dose dans les pays avancés pourrait par ailleurs réduire le nombre de vaccins que ces derniers seront prêts à fournir à l'avenir aux dispositifs d'assistance. En outre, les conséquences à long terme sur le développement de la région s'amplifient par la répétition des vagues épidémiques. En ce qui concerne l'éducation en particulier, 40% des enfants en âge d'aller à l'école ne s'y rendent pas en Afrique de l'Est et australe d'après l'Unicef. Leur nombre a presque doublé suite à la pandémie, notamment par l'absence des élèves n'étant pas revenus après la fermeture de leur établissement pour raison sanitaire.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

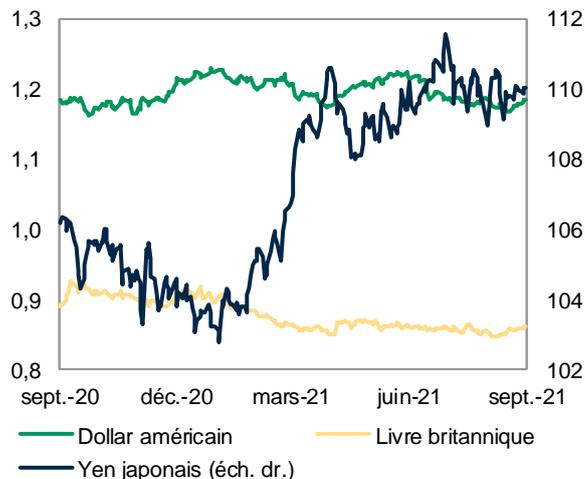
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

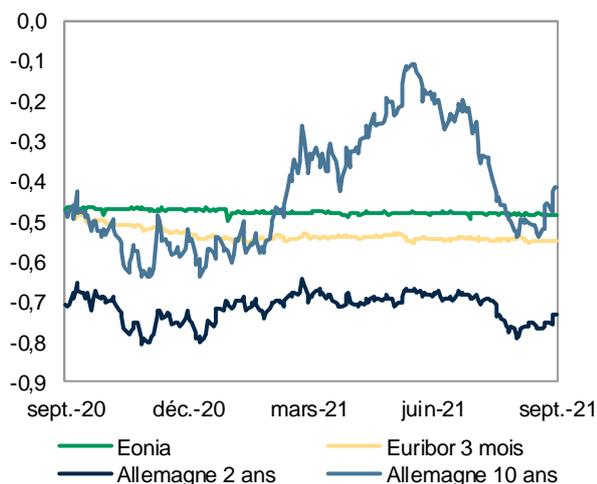
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

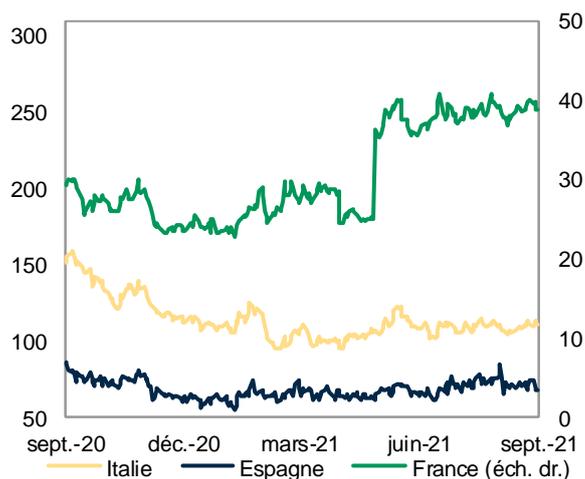
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

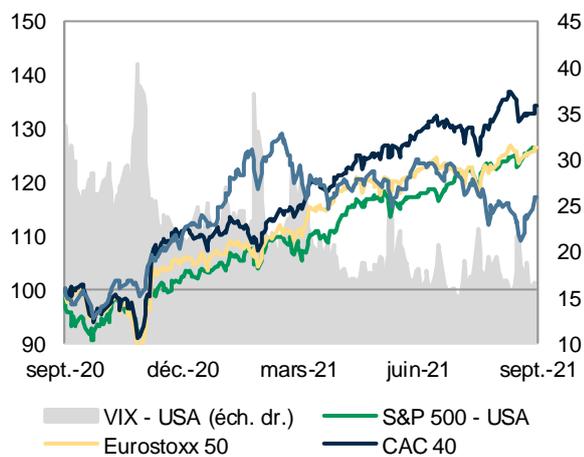
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

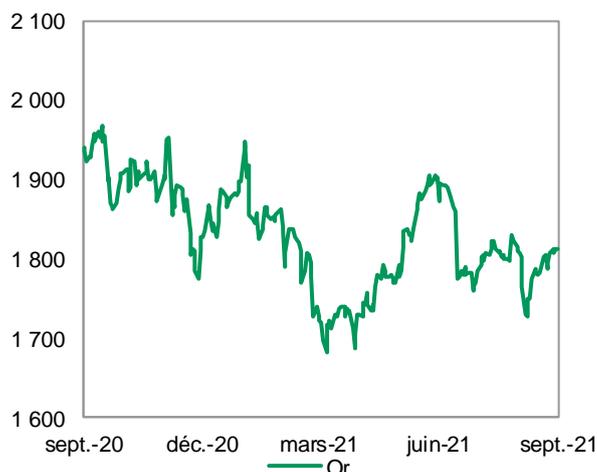
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

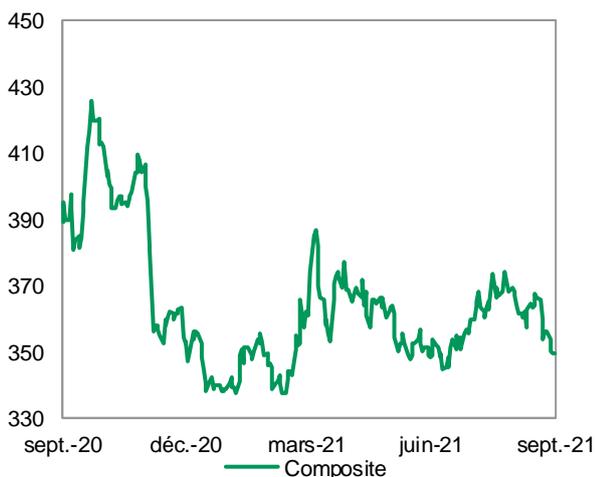
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

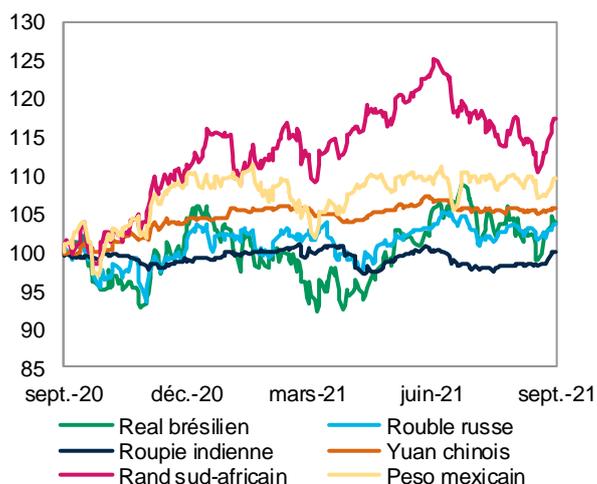
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

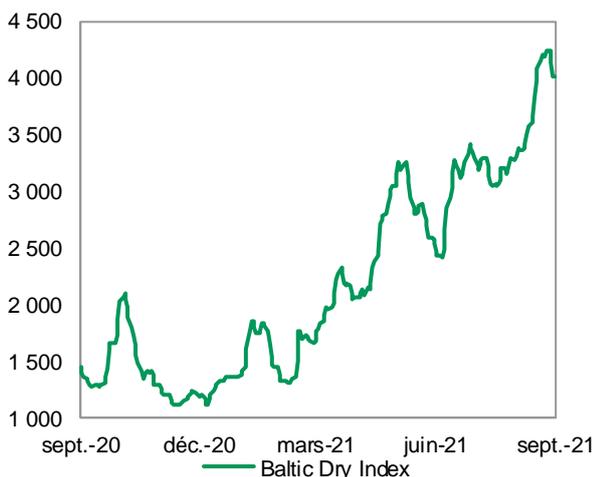
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

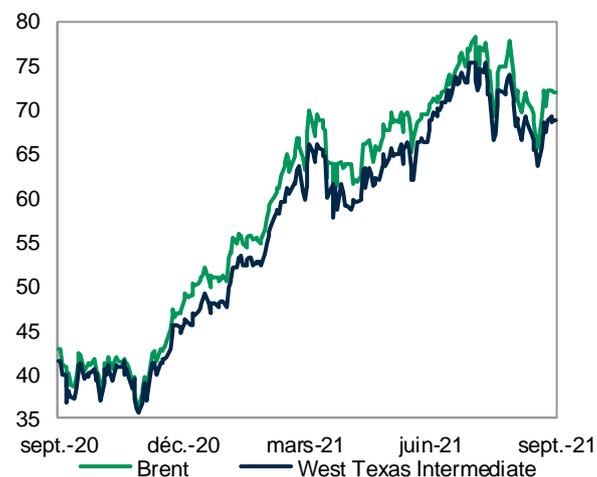
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

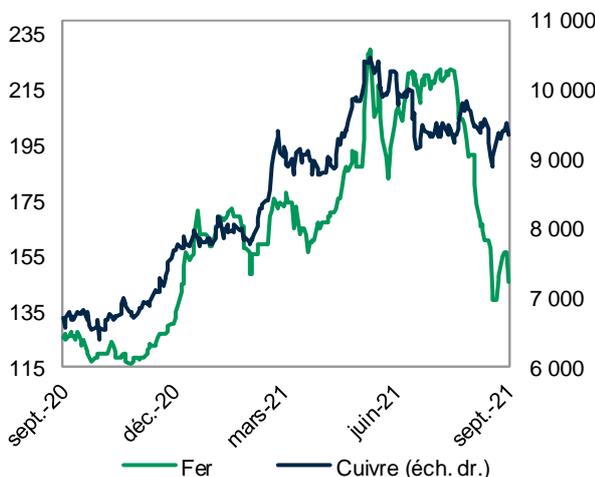
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

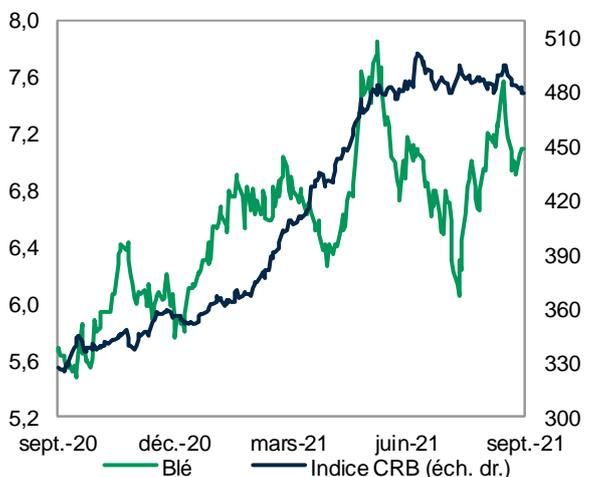
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



## Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 – 2 juillet 2021

[Des trajectoires tristement divergentes](#)

[Prévisions économiques & financières](#)

Date	Titre	Thème
25/08/2021	<a href="#">Allemagne – Conjoncture : PIB au T2-2021</a>	Allemagne
13/08/2021	<a href="#">Royaume-Uni – PIB : croissance de 4,8% au T2, tirée par la consommation privée</a>	Royaume-Uni
10/08/2021	<a href="#">Deeptech : c'est la juste heure d'écrire ces sciences profondes</a>	Innovation, deeptech
02/08/2021	<a href="#">Europe – Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières de l'UE</a>	UE, fiscalité
30/07/2021	<a href="#">France – Conjoncture, Flash PIB : accélération de la croissance au T2 2021 et forte reprise depuis la levée des restrictions sanitaires</a>	France
21/07/2021	<a href="#">Royaume-Uni – Scénario 2021-2022 : retour à la réalité</a>	Royaume-Uni
21/07/2021	<a href="#">Italie – Scénario 2021-2022 : l'année de la reprise</a>	Italie
21/07/2021	<a href="#">Fintech Outlook S1 2021 – Les Fintech s'envolent vers une année record</a>	Banques, innovation
20/07/2021	<a href="#">Mexique – Prélude à un cycle de resserrement monétaire contre début d'un processus d'ajustement</a>	Amérique latine
19/07/2021	<a href="#">Tunisie – Nouvelle dégradation de rating : sans choc salutaire, un défaut sur la dette externe est assez probable</a>	Afrique
16/07/2021	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
13/07/2021	<a href="#">Allemagne – Scénario 2021-2022 : un sursaut suivi d'une accélération de la croissance</a>	Zone euro
12/07/2021	<a href="#">Espagne – Scénario 2021-2022 : un été incertain</a>	Zone euro
12/07/2021	<a href="#">BCE – L'occasion ratée : une stratégie pour mener l'ancienne ou la nouvelle guerre ?</a>	Zone euro
09/07/2021	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
08/07/2021	<a href="#">France – Scénario 2021-2022 : une reprise bien engagée</a>	France

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

**Rédacteurs en chef :** Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

**Zone euro :** Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

**États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

**Europe centrale et orientale, Asie centrale :** Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLE

**Afrique sub-saharienne :** Thibault ALIX

**Géo-économie :** Tania SOLLOGOUB

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER, Alexis MAYER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

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

**Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**Application Etudes ECO** disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

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