

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/287 – 10 septembre 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés s'accordent une rentrée sans trop d'agitation	2
☞ Zone euro : vigueur du PIB au T2 2021	3
☞ BCE : PEPP, plus bas mais encore assez élevé.....	4
☞ Zone euro : une production industrielle encore trop modeste en juillet	4
☞ Portugal : fort rebond du PIB au T2.....	5
☞ Royaume-Uni : quasi-arrêt de la reprise en juillet, sur fond de pénurie de main-d'œuvre.....	7
☞ Inde : un deuxième trimestre qui rassure	8
☞ Brésil : un survol post-estival.....	10
☞ Egypte : retour progressif à la croissance potentielle.....	12
☞ Maroc : effondrement du parti islamiste aux législatives	12
☞ Guinée : l'armée prend le pouvoir	13

Les marchés s'accordent une rentrée sans trop d'agitation

Malgré les annonces de politique monétaire en Europe, les marchés sont restés très calmes cette semaine. Les taux d'intérêts *core* sont restés stables, les primes de risque se sont tassés légèrement et les marchés actions ont réagi positivement au discours de la Banque centrale européenne.

La BCE a révisé à la hausse ses prévisions de croissance pour la zone euro à la faveur d'un deuxième trimestre meilleur qu'attendu dans la plupart des pays de la zone. Les prévisions d'inflation ont également été revues à la hausse ce qui n'a pas empêché la BCE de rester très accommodante jeudi, lors de sa réunion de politique monétaire. Si les achats d'actifs dans le cadre du PEPP se poursuivront à un rythme « légèrement plus faible », Christine Lagarde a rappelé que malgré une hausse transitoire (l'inflation dans la zone euro pourrait atteindre un pic à 4% sur un an en novembre selon nos analystes), l'inflation était encore loin de l'objectif de la BCE et a confirmé le soutien monétaire durable de la Banque Centrale.

Le PEPP pourrait donc se poursuivre à un rythme d'environ 70 Mds € par mois à partir du mois de septembre (contre 80 Mds € actuellement) et ce jusqu'en mars, date à laquelle le programme est censé prendre fin. La prochaine réunion de politique monétaire au mois de décembre nous en apprendra davantage sur sa future prolongation ou sur une possible fusion avec le programme d'achat d'actifs plus classique (APP) ainsi que sur l'avenir des TLTROs. (cf. l'article « BCE : PEPP, plus bas mais encore assez élevé » en page 4).

Ces annonces semblent avoir rassuré les investisseurs qui craignaient l'annonce prématurée d'une réduction des achats d'actifs après l'évocation d'un possible *tapering* (réduction progressive du programme d'achat d'actifs dont ni l'ampleur ni la date ne sont encore précisées) de la Fed pendant l'été. Le Bund est quasiment stable sur une semaine et les *spreads* de taux se resserrent même de quelques points de base suite aux

annonces de politique monétaire. Les *spreads* de crédit se resserrent également légèrement.

Les marchés actions ont également réagi favorablement aux annonces de la BCE. L'Eurostoxx 50 s'est redressé dans le sillage des annonces de la BCE mais a légèrement fléchi sur les sept derniers jours. Quant au CAC 40, il est également en hausse depuis hier mais progresse de 0,3% sur la semaine. À cet égard, depuis le début de l'année, quoique très modérément, le CAC 40 a surperformé les autres grands indices actions, progressant de 20,9% depuis le premier janvier contre +19,6% pour le S&P500 et +18,1% pour l'Eurostoxx 50.

Aux États-Unis, les créations d'emplois ont été décevantes au mois d'août et l'économie semble ralentir récemment suite à la hausse des cas du variant Delta mais également avec la fin du versement des chèques de soutien aux ménages. Néanmoins, la Fed nous apprend dans son *Beige Book* que les difficultés de recrutement persistent dans certains secteurs et pourraient entraîner des hausses de salaire localisées. En outre, les difficultés d'approvisionnement et les tensions sur les prix des matières premières et des biens intermédiaires devraient persister et continueront à soutenir l'inflation dans les mois à venir. Le S&P 500 perdait ainsi 0,9% sur une semaine à la clôture jeudi. Il pourrait cependant réagir favorablement vendredi à l'entretien téléphonique entre les présidents chinois et américain alors que les discussions entre les deux chefs d'État étaient à l'arrêt depuis le mois de février. À l'heure où nous écrivons ces lignes, le S&P500 a d'ailleurs ouvert en hausse de +0,6% après quatre jours consécutifs de baisse.

La semaine prochaine, nous suivrons avec attention les ventes de détail ainsi que l'inflation américaine qui pourraient confirmer la tendance au ralentissement de la croissance après le vigoureux rebond du premier semestre.

Zone euro

Zone euro : vigueur du PIB au T2 2021

Après le recul de l'automne et de l'hiver (-0,4% et -0,3% t/t), la réouverture de l'activité dès la fin avril dans la zone euro s'est traduite par un rebond du PIB supérieur aux attentes au T2 2021 (2,2% sur le trimestre). Il a été particulièrement marqué en Italie (2,7%) et en Espagne (2,8%), mais partagé aussi par l'Allemagne (1,6%) et par la France (1,1%).

Le PIB de la zone euro n'est plus que de 3% inférieur au niveau pré-crise. Cet écart est comblé de façon similaire par les grandes économies de la zone (France -3,2%; Allemagne -3,3%; Italie -3,8%) à l'exception de l'Espagne qui marque un retard (-6,8%).

La croissance de la consommation privée a été très soutenue dans la zone euro (3,7%) tirée surtout par la progression très rapide en Espagne (6,5%) et en Italie (5%). La croissance a été plus modérée en Allemagne (3,2%) et surtout en France (1%). Ainsi, la consommation n'est plus inférieure au niveau d'avant-crise que de 6% dans la zone euro, de 3,9% en Espagne, de 5,8% en France, de 6,4% en Italie mais encore de 8,1% en Allemagne.

La progression de l'investissement s'est maintenue positive dans la zone euro (1,1%), plus soutenue en France et en Italie (2,4%), moins en Allemagne (0,5%), tandis qu'elle était négative en Espagne (-1,5%). Ainsi, l'investissement a largement dépassé le niveau pré-crise en Italie (4,9%) et en France (1,4%), il reste de peu inférieur en Allemagne (-0,6%) et bien davantage en Espagne (-9,2%).

Deux dynamiques distinctes caractérisent l'investissement productif (+0,9% au T2 2021) et l'investissement en construction (1,3%), le premier étant toujours de peu inférieur au niveau pré-crise (-3,2%), le second l'ayant déjà dépassé de 1,2%, notamment en Italie et en France, où les fonds des plans de relance renforcent des plans préexistants dans la rénovation du logement et dans les infrastructures.

L'acquis de croissance laissé à la moyenne de l'année 2021 est de 3,8%. Notre prévision de juin d'une croissance à 4,8% en moyenne en 2021 est ainsi dépassée : en maintenant nos prévisions sur le deuxième semestre, le PIB affiche une progression de 5,5%.

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 éloigné (-4,2%). 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 n'est 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 et les capacités excédentaires sur le marché du travail restent bien supérieures au niveau d'avant-crise, comptant pour 10 points de chômeurs (potentiels) supplémentaires.

✓ Notre opinion – Cette croissance dynamique de l'activité s'est accompagnée d'une remontée de l'inflation plus rapide que prévu, mais encore anticipée comme temporaire. La forte hausse de l'indice des prix à la consommation à 3% en août est certes toujours due à une forte inflation des prix de l'énergie (15,4%). L'inflation « core », hors composantes volatiles, s'affiche plus modérée (1,6%), mais néanmoins en nette accélération. L'effet de la TVA allemande va continuer de peser tout le long de l'année. Les prix des biens industriels (2,7%) marquent aussi une nette accélération sous l'effet des contraintes d'offre et d'un effet de second tour de la hausse des prix des matières premières. L'inflation dans les services demeure en revanche bien plus modérée (1,1%). L'inflation devrait se maintenir élevée du fait d'effets techniques aux S2 2021 et S1 2022, mais retrouver un taux de 1,3% fin 2022. Le ralentissement de la demande mondiale attendu dès le T4 2021 et les effets de base en voie de modération sur le panier de biens et énergie ayant montré les hausses les plus rapides, plaident pour une atténuation de l'inflation et une absence de tensions répandues sur les prix. Les pénuries de biens seront modérées avec la normalisation de la demande et l'extension des capacités. Néanmoins, certaines chaînes d'approvisionnement seront perturbées plus longtemps (semi-conducteurs, fret) continuant de tirer l'inflation à la hausse. Des forces déflationnistes globales (démographie, vieillissement, ralentissement du progrès technique, part des profits, capacités excédentaires sur le marché du travail) sont toujours présentes, en renforcement pour certaines. L'impact de la décarbonation sur la récente hausse du prix de CO₂, du gaz et de l'électricité est en revanche un nouveau risque haussier à prendre en compte. Les anticipations d'inflation de court terme sont en hausse, mais celles de long terme, encore faibles, suggèrent que l'inflation est perçue comme transitoire, bien qu'une période plus longue d'inflation élevée puisse conduire à une révision des anticipations.

BCE : PEPP, plus bas mais encore assez élevé

La BCE a tranché. Il fallait décider soit maintenir le rythme actuel des achats de titres dans le cadre du programme « pandémie » PEPP jusqu'en décembre ou annoncer un ralentissement dès maintenant.

En faveur du maintien jouaient des facteurs à la fois macroéconomiques et de *policy*. Les prévisions d'inflation sont encore inférieures à la cible sur le moyen terme et un risque supplémentaire pèse sur la croissance mondiale avec la diffusion du variant Delta. Aussi, suite au renforcement du guidage des anticipations sur les taux en juillet, suivant la nouvelle stratégie de la BCE avec un biais plus accommodant, il aurait pu paraître contradictoire de fournir un signal plus restrictif sur les achats d'actifs, d'autant plus en anticipant la date du *taper* par rapport à Fed.

Mais, finalement, ce sont les considérations en faveur d'une réduction plus anticipée des achats qui ont primé. La révision à la hausse des prévisions d'inflation (de 1,9% à 2,2% en 2021, de 1,5% à 1,7% en 2022 et de 1,4% à 1,5% en 2023) et de croissance (de 4,6% à 5% en 2021 et de 4,7% à 4,6% en 2022) en l'absence d'un resserrement des conditions financières justifient moins le maintien du niveau d'achats au rythme plus significatif. Ce dernier avait en effet été décidé en mars 2021, lorsqu'un resserrement des conditions monétaires commençait à pointer du nez.

C'est ainsi que l'annonce de la BCE de poursuivre les achats à un rythme légèrement plus faible par rapport aux deux derniers trimestres s'accompagne d'une communication essayant de minimiser la portée de la décision en parlant « d'ajustement local » plutôt que de *taper*, et en soulignant que le rythme d'avant le mois de mars – auquel vont probablement être ramenés les achats – était déjà élevé (62 Mds € par mois en moyenne).

Les marchés ont acheté cette lecture et les primes de risque périphériques ont peu bougé (elles se sont même comprimées par rapport au début de la semaine lorsque la publication des chiffres de croissance et d'inflation très dynamiques dans la zone euro avait conduit à un léger écartement).

Car, finalement, les marchés ont été convaincus par le message accommodant qui a été lancé par la Fed à Jackson Hole et réaffirmé par Francfort.

D'autant plus que le vrai enjeu sera non pas l'avenir du PEPP, intrinsèquement temporaire car lié à l'urgence de la pandémie, mais plutôt celui de l'APP. Et sur ce dernier programme, la BCE a tenu à rassurer en amont de sa décision de jeudi en affirmant, par la voix de P. Lane, qu'il pourrait prévoir une enveloppe plus large (et peut-être plus flexible) d'achats pour que leurs flux soient correctement appariés avec les émissions souveraines afin d'éviter une trop forte fragmentation.

✓ Notre opinion – *Nous anticipons un risque limité sur les taux souverains en 2021 (75% des émissions déjà effectuées), et des tensions maîtrisées en 2022 avec la fin du PEPP. Le taux moyen d'émission ayant fortement baissé (0,2% pour l'Italie) et la maturité s'étant allongée, une remontée des taux est toujours compatible avec une stabilité du taux apparent sur la dette. Le vrai enjeu sera maintenant de définir un guidage des anticipations sur les achats de titres et que ce guidage se devra d'être cohérent avec les perspectives d'émissions nettes des souverains de la zone euro dès 2022. Ce n'est pas un hasard que l'ECOFIN aborde, cette fin de semaine, la discussion sur la réforme des règles budgétaires européennes suspendues jusqu'à fin 2022.*

Zone euro : une production industrielle encore trop modeste en juillet

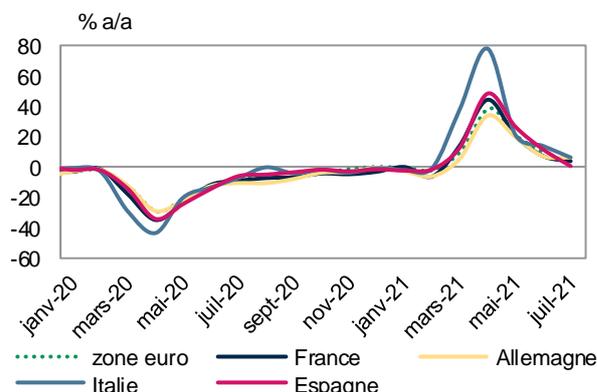
La production industrielle allemande a rebondi de 1,3% sur un mois en juillet, après trois mois consécutifs de baisse. Ce modeste sursaut provient essentiellement des biens d'équipement qui enregistrent une hausse de 3,2% sur le mois et dans une moindre mesure des biens de consommation (+0,9%), tandis que la production de biens intermédiaires se replie de 0,5%. En dehors de l'industrie, l'énergie a chuté de 3,2% et la construction s'est redressée de 1%. Comparativement à juillet 2020, la production industrielle a augmenté de 6,6% ; mais si on compare par rapport à février 2020, dernier mois avant l'introduction des mesures de lutte contre la pandémie, la production industrielle demeure 6,2% inférieure à son niveau d'avant-crise. Paradoxalement, les commandes industrielles continuent de « surperformer » avec une croissance en rythme

annuelle atteignant 24,7% en juillet et se situant 15,7% au-dessus de leur niveau d'avant-crise. Les commandes continuent d'être soutenues dans la plupart des secteurs industriels à l'exception des secteurs du textile, de l'automobile et de la métallurgie. En France, la production manufacturière progresse de 0,6% sur un mois en juillet après +1% en juin, la hausse est de 0,3% dans l'ensemble de l'industrie. La production automobile connaît un nouveau recul et subit toujours la pénurie mondiale de semi-conducteurs et des difficultés d'approvisionnement en biens intermédiaires. L'automobile connaît une rechute importante sur les derniers mois. L'activité du secteur est désormais 25% inférieure à son niveau d'avant-crise alors que la totalité de l'écart d'activité avait été comblée l'hiver dernier. À l'inverse, la production d'autres matériels

de transport (c'est-à-dire en premier lieu le secteur aéronautique) augmente nettement de 5,9% sur un mois. Ce secteur a été durablement pénalisé par la crise et son activité est encore 23% inférieure à son niveau de février 2020. Dans l'ensemble, la plupart des autres secteurs industriels (biens d'équipements, agro-alimentaire...) connaissent de légères hausses en juillet et s'approchent de leurs niveaux d'activité pré-crise. En Italie, la production industrielle a progressé de 0,8% sur le mois après +1,1% en juin. Elle a été portée par les biens de consommation mais aussi par les biens intermédiaires et biens d'investissement tandis que la production d'énergie a reculé ce dernier mois. En rythme annuel, la production est en hausse de 7%. En Espagne, le constat est toutefois moins favorable avec un léger recul de 1,1% de la production sur le mois de juillet, fixant ainsi sa croissance annuelle à +3,4%. Au regard de ces résultats, nous pouvons estimer que la production industrielle de la zone euro

pourrait ainsi augmenter de 0,5% sur le mois de juillet, laissant celle-ci encore inférieure de 1% à son niveau d'avant-crise.

UEM : production industrielle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – La production industrielle en zone euro reprend un peu de vigueur au mois de juillet mais son rythme de croissance demeure encore faible et continue d'inquiéter. Le retour à son niveau d'avant-crise n'est pas encore atteint et le ralentissement de l'activité chinoise fait craindre un tarissement de la demande extérieure, tandis que les goulots d'étranglement sur l'offre continuent de peser avec des entreprises toujours plus nombreuses à déclarer subir des problèmes d'approvisionnement. Les carnets de commandes restent cependant particulièrement dynamiques à l'exception des secteurs de l'automobile et du textile qui peinent à se redresser.

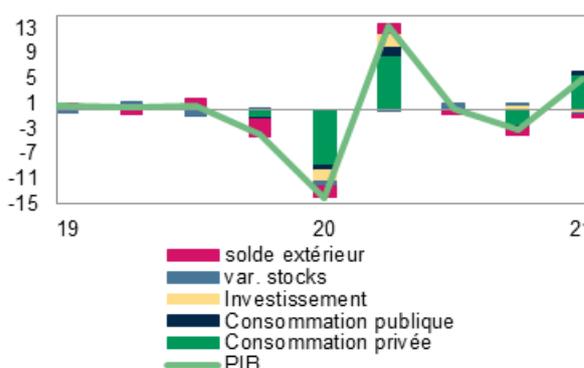
Portugal : fort rebond du PIB au T2

Le PIB portugais a progressé de 4,9% en rythme trimestriel au cours du T2 (15,5% en glissement annuel), ce qui a réduit l'écart par rapport aux niveaux d'avant la pandémie (4,6% en dessous du niveau du PIB de fin 2019). La reprise a été tirée par la demande domestique, en particulier la consommation privée et publique qui, ensemble, ont déjà légèrement dépassé leurs niveaux d'avant-crise. En revanche, l'investissement a baissé de 2,1%, un comportement qui n'assombrit toutefois pas les records de cette composante puisqu'il dépasse déjà les niveaux de 2019 de 2,3%. Enfin, la contribution négative de la demande extérieure a été plus faible au T2. Les exportations et les importations restent loin des niveaux de fin 2019 (18,3% et 6,8%, respectivement).

L'emploi a progressé de 2,8%, dépassant les niveaux enregistrés fin 2019. Cependant, la reprise de l'emploi a été inégale selon les secteurs : dans l'éducation, l'administration publique et les TIC, elle a dépassé le niveau pré-crise (+147 400 emplois), tandis que dans le secteur de l'hébergement et de la restauration, il est resté nettement inférieur à celui enregistré avant la pandémie (-83 800 emplois). L'impact de l'emploi public sur la bonne performance générale est particulièrement significatif : si l'on ne compte pas les plus de 731 000 fonctionnaires,

l'emploi est toujours inférieur de 0,2% à fin 2019. Malgré cela, les signaux en provenance des indicateurs plus récents sont toujours positifs : en juillet, le taux de chômage atteignait 6,6% et les créations d'emplois ont dépassé le niveau de juillet 2019. Cependant, des incertitudes persisteront au second semestre, en fonction du succès de l'activité touristique en été et du redémarrage de l'activité dans les différents secteurs dans un contexte encore pandémique, de pénuries de certaines matières premières et la hausse des coûts des fournitures.

Portugal : contributions à la croissance trimestrielle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – Les indicateurs disponibles confirment que la reprise dynamique de l'économie se poursuit au troisième trimestre. Ainsi, l'indicateur d'activité journalière du Banco de Portugal suggère que l'activité économique a augmenté d'environ 4,0% en glissement annuel jusqu'à la mi-août, tandis que l'indicateur coïncident d'activité économique a accéléré en juillet à 2,8%. Au cours du même mois, les paiements électroniques et les retraits d'espèces aux distributeurs automatiques ont augmenté à 86 000 millions d'euros, soit 3,6% de plus qu'en juillet 2019, ce qui équivaut à la valeur de décembre 2019. À son tour, 9 961 départs d'avions des aéroports portugais ont été enregistrés, ce qui est beaucoup plus élevé que la moyenne de 6 100 réalisée en juillet et août 2020. La croissance devrait être encore dynamique dans les prochains mois, bien que plus contenue qu'au T2.

L'octroi de crédit au secteur privé non financier continue d'évoluer positivement, en grande partie en raison des moratoires. Le financement aux particuliers a progressé de 3,0% en juillet, ce qui s'explique par le dynamisme du crédit au logement, puisque la reprise du crédit à la consommation est plus modérée. Le crédit aux entreprises a progressé de 6,9% sur un an. Les moratoires existants sont essentiels dans ce segment. En juillet, il y avait 36,8 milliards d'euros de prêts en moratoire, soit plus de 18% du portefeuille du crédit du secteur privé non financier. Les moratoires concernent particulièrement les sociétés non financières, où ils représentaient 28,8% de leur portefeuille de prêts. L'hébergement et la restauration, la transformation industrielle et les activités de construction et d'immobilier se démarquent des autres secteurs. Pour atténuer l'impact négatif éventuel de la fin des moratoires, l'État garantira 25% des prêts en défaut qui ont été initialement renégociés avec les banques. La fin des moratoires prévue le 30 septembre, dans un contexte toujours d'incertitude et de reprise incomplète de l'activité, pourrait accroître le risque de défaut de crédit.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : quasi-arrêt de la reprise en juillet, sur fond de pénurie de main-d'œuvre

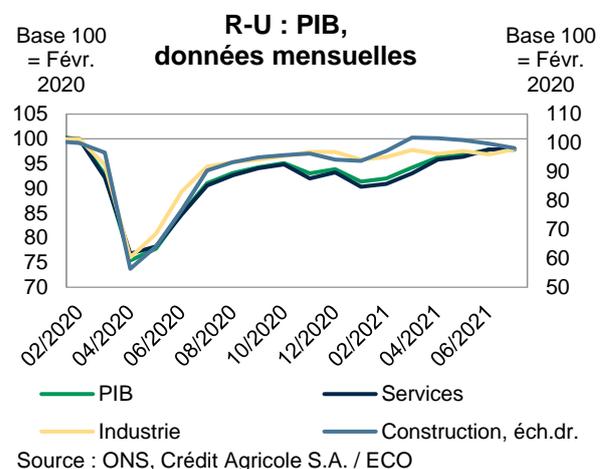
Après un taux de croissance soutenu au deuxième trimestre (4,8% en variation trimestrielle), la reprise a perdu nettement de son élan au début du troisième trimestre. Le PIB n'a crû que de 0,1% en variation mensuelle au mois de juillet (consensus : 0,6%), ce qui le laisse 2,2% sous son niveau d'avant-crise de février 2020.

La croissance a été nulle sur le mois dans les services. Son principal contributeur négatif a été une baisse de 2,3% des services professionnels, scientifiques et techniques, compensée par des hausses solides dans la sphère des communications et de l'information, les services financiers ainsi que dans les arts et les loisirs. La fin partielle des incitations fiscales dans l'immobilier en Angleterre et en Irlande du Nord a provoqué une chute des activités juridiques et de *real estate*. Il y a eu également un recul (-0,3%) dans les services à contact physique avec le client, notamment une chute de 2,5% des ventes au détail. Par ailleurs, l'activité dans la restauration a ralenti fortement avec une hausse de 1,1% en juillet après 14% en juin. Au total, le secteur des services se trouve à présent 2,2% sous son niveau de février 2020.

La production industrielle affiche une croissance de +1,2% sur le mois mais si elle est positive, ce n'est que grâce au fort rebond de l'extraction minière (+22% sur le mois) et pétrolière (+28%), deux secteurs fortement volatiles. La production dans le secteur manufacturier a été nulle sur le mois (après cinq mois de hausse). Les enquêtes de l'ONS (corroborées par les résultats d'enquêtes d'autres instituts tels que la CBI) montrent que les industriels

souffrent de pénuries de main-d'œuvre, notamment européenne, alors que la hausse de la demande avec la réouverture de l'économie a propulsé les postes vacants bien au-delà de leur niveau de pré-crise. Le manque d'employés a été en outre exacerbé par la mise en place de nouvelles mesures gouvernementales obligeant les personnes cas contact à s'isoler pour dix jours.

Enfin, la construction continue de baisser pour le quatrième mois consécutif (-1,6% sur le mois), en raison d'une baisse à la fois des nouveaux chantiers et des travaux de maintenance. Les résultats d'enquêtes mettent en évidence que des hausses de prix des matières premières, causées par les délais et les difficultés d'approvisionnement, ont été la principale raison de la baisse de l'activité dans le secteur.



Notre opinion – La faiblesse du PIB au mois de juillet suggère un net ralentissement au troisième trimestre et nous amènera certainement à réviser fortement à la baisse notre prévision de scénario central (qui est de 2,9% actuellement). L'effet d'acquis laissé par le mois de juillet pour le trimestre n'est en effet que de 0,9 point de pourcentage. Plusieurs facteurs concourent à l'explication de cet arrêt brutal de la croissance en juillet, certains temporaires, d'autres voués à être plus persistants. Tout d'abord, un ralentissement du rythme de croissance est tout à fait normal après les mois de forte hausse : fin de l'effet élastique en lien avec la réouverture de l'économie. Ensuite, en juillet, il y a le « pingdemic » (terme issu des mots « ping », notification en français, et « epidemic », épidémie). Ce terme illustre le fait que de nombreux Anglais étaient obligés de respecter un isolement de dix jours à la réception d'une alerte sur l'application de traçage du gouvernement, soit parce qu'ils étaient infectés, soit car ils étaient considérés comme cas contacts. En effet, le début du mois de juillet a vu une hausse des contaminations Covid vers un pic à près de 60 000 par jour au milieu du mois, ce qui a obligé le gouvernement de prendre de nouvelles mesures pour freiner la propagation du virus. Des salariés ont donc dû s'arrêter temporairement, provoquant des pénuries de main-d'œuvre dans de nombreux secteurs et donc un arrêt de la production. Face aux appels alarmistes des industriels, le gouvernement a quelque peu assoupli ses critères d'isolement et à partir de mi-août, les personnes ayant reçu deux doses de vaccin n'ont plus besoin de s'isoler après avoir été en contact avec quelqu'un testé positif du Covid. Fin septembre, les dispositifs de chômage partiel arrivent à leur fin, ce qui devrait également conduire à une hausse du nombre de personnes à la recherche d'un emploi, et ainsi atténuer les tensions sur le marché du travail, sans toutefois les dissiper entièrement. Certains facteurs devraient continuer à générer des tensions sur le marché du travail : manque de la main-d'œuvre européenne lié au Brexit, reprise incomplète dans certains secteurs et boom dans d'autres, inadéquation des compétences entre main-d'œuvre disponible et postes vacants, baisse de la participation au marché du travail des personnes âgées, déséquilibres entre offre et demande au niveau sectoriel mais aussi régional.

Pays émergents

Asie

Inde : un deuxième trimestre qui rassure

Un rebond, mais quel rebond ? Voilà la question qui agitait les marchés alors que les chiffres de la croissance indienne du deuxième trimestre allaient être publiés. Il faut dire que le climat d'incertitudes était grand, dans ce pays au système statistique encore parcellaire, notamment en matière de consommation privée, pourtant premier moteur de la croissance indienne.

Finalement, le chiffre attendu est sorti : 20,1% de croissance en glissement annuel. Reste maintenant à savoir ce qu'il traduit en termes de puissance de reprise.

Le niveau pré-crise devrait être retrouvé d'ici la fin de l'année

Malgré une récession parmi les plus profondes au T2 2020, l'Inde avait renoué avec une croissance positive dès le T4. Le risque était que l'élan, encore fragile, ait été coupé par la dégradation très rapide de la situation sanitaire en avril 2021, liée à la propagation du variant Delta et aux restrictions qu'il avait entraîné. Et si l'Inde ne fait pas encore partie du club très fermé des pays ayant déjà retrouvé, voire dépassé leur niveau de PIB pré-crise, les chiffres du T2 2021 lui permettent de s'en rapprocher, puisque ce dernier s'établit maintenant à 97% de son niveau en fin d'année 2019.

Le contenu de la croissance : la consommation se redresse, l'investissement surprend toujours

Comme lors des trois trimestres précédents, la bonne surprise est plutôt à chercher du côté des chiffres de l'investissement, qui a une nouvelle fois apporté une forte contribution à la croissance (13,5 pp), notamment grâce au secteur de la construction, moins touché par les restrictions qu'en 2020.

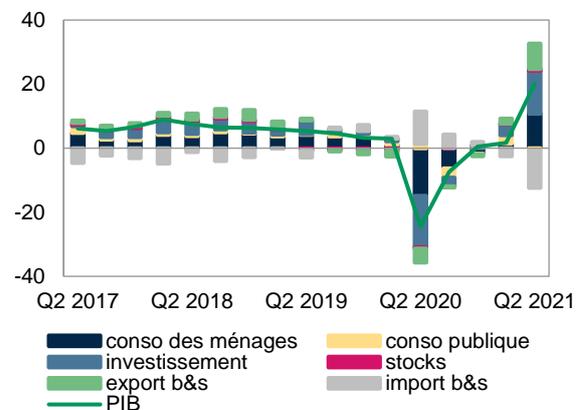
La consommation privée a également accéléré et apporté une contribution de 10,7 pp à la croissance, mais demeure bien en retrait de son niveau habituel, pénalisée par les restrictions mises en place, notamment dans les grandes villes et dans le secteur des services.

Du côté du commerce extérieur, l'Inde retrouve progressivement le niveau de déficit commercial et

courant qu'elle connaissait avant la crise, en raison de la hausse des prix du pétrole renchérissant la valeur des importations indiennes. Cette dernière masque donc en partie les bonnes performances à l'exportation indiennes, portées par les produits chimiques et pharmaceutiques, les métaux, l'or et les pierres précieuses.

Enfin, la consommation publique commence à décélérer, apportant une contribution négative à la croissance (-0,8pp) mais reste encore très au-dessous de son niveau pré-crise.

Inde : contributions à la croissance



Sources : nationales

Quelles perspectives pour le reste de l'année ?

En rythme annuel nul doute que les chiffres du deuxième trimestre sont bons. Ils masquent cependant un net ralentissement puisque l'on estime que l'activité était 17% inférieure à celle du trimestre précédent.

Avec le reflux des cas de Covid-19 et l'allègement des restrictions, l'économie dispose de réservoirs de croissance importants, qui devraient soutenir l'activité tout au long du second semestre – en particulier via la consommation privée – à condition que la situation sanitaire ne se dégrade pas à nouveau.

La croissance devrait ainsi se situer autour de 9,5% en 2021, avant de ralentir autour de 7,5% en 2022.

✓ Notre opinion – Les nouvelles du deuxième trimestre laissent à penser que le pire est peut-être passé, et que même en cas de nouveau choc sanitaire son impact sur l'économie n'atteindrait jamais celui du T2 2020. La campagne de vaccination progresse cependant à un rythme encore insuffisant (40% de la population est partiellement vaccinée, 12% l'est totalement) pour que l'immunité collective soit atteinte d'ici la fin de l'année.

Les défis qui attendent l'Inde une fois la phase de normalisation passée sont immenses. Déjà, le pays devra composer avec des moussons de plus en plus erratiques, à l'image de celles de la saison 2021. Retard

voire absence des pluies dans certains États, inondations d'ampleur historique dans d'autres : le changement climatique met à rude épreuve le modèle agricole qui fait encore vivre plus de la moitié de la population indienne. Et ce d'autant plus que la Covid-19 a durablement affaibli un marché du travail déjà atrophié : taux d'emploi de 43% en 2020 – quand le seuil « acceptable » est fixé à 57% par l'OIT, taux de participation de 46% (et à peine supérieur à 20% pour les femmes), informalité généralisée... La Covid-19 a renforcé ces tendances en contraignant des millions de travailleurs migrants à regagner les campagnes et en échouant à absorber les nouveaux entrants sur le marché du travail (environ 12 millions par an). Le Pew Research Center estime que 75 millions d'Indiens sont retombés dans la pauvreté depuis 2020. Un grand bond en arrière qui prendra du temps à s'effacer.

Amérique latine

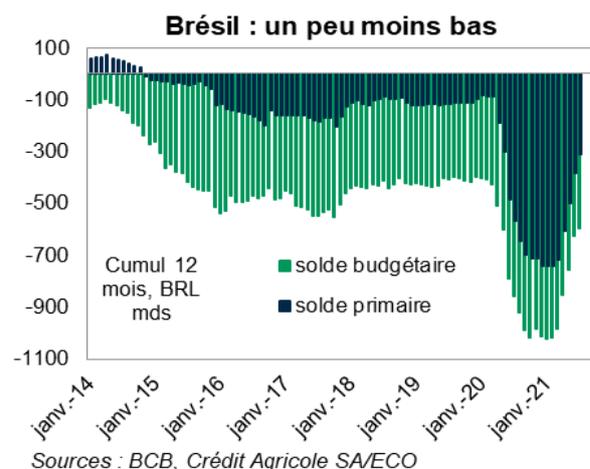
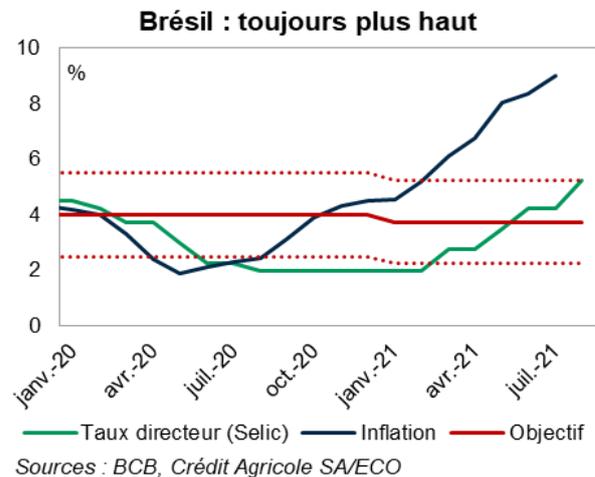
Brésil : un survol post-estival

Après une reprise prometteuse, la croissance s'est essoufflée au 2^e trimestre : le PIB affiche une hausse évidemment forte sur un an (+12,4%) mais stagne sur le trimestre. Au premier semestre, la progression atteint 6,7% par rapport à la même période en 2020 et l'acquis de croissance offert à l'année 2021 se situe à 4,8%. Un résultat décevant qu'explique la demande interne avec une stagnation de la consommation privée (amélioration lente du marché du travail et accélération de l'inflation qui finit par « mordre ») et un recul de l'investissement que vient juste compenser le bon résultat du commerce extérieur (contribution de 1,3 point de %, p.p.).

Par ailleurs, le déficit (cumulé sur 12 mois) du secteur public a atteint en juillet 6,9% du PIB (dont 4% au titre des intérêts). Les dettes nette et brute se situent à 60,3% et 83,8% du PIB. Le recul de la dette brute par rapport à décembre 2020 (88,8% du PIB) reflète principalement la croissance du PIB nominal (-7,3 p.p. de baisse du ratio dette/PIB) qui compense largement l'alourdissement dû au besoin de financement (2,3 p.p. dont des émissions nettes de dette générant une baisse de 0,7 p.p. mais des intérêts ajoutant 3 p.p.). L'appréciation cumulée du taux de change (-0,1 p.p.) joue un rôle marginal. Le projet de budget 2022 a été présenté à l'Assemblée fin août. Il ne s'agit que des grandes lignes qui supposent une croissance et une inflation de, respectivement, 2,5% et 3,5% (soit la cible pour 2022) et prévoient un déficit primaire de 0,5% du PIB (contre 1,8% prévu pour 2021). Le projet intègre 89,1 Mds BRL au titre des *Precatórios (judicial bond)*¹. Compte tenu de l'absence de marge de manœuvre pour les dépenses discrétionnaires, le projet ne prévoit actuellement pas d'extension de la *Bolsa Família*.

Enfin, en réaction à la forte accélération de l'inflation (9% sur un an en juillet² avec des anticipations de

repli très modestes de la part des marchés à 7,60% fin 2021³, la banque centrale (BCB) a opté pour une hausse de son taux d'intérêt directeur (Selic) plus audacieuse en août (de 100 points de base, pdb, à 5,25% après trois hausses consécutives de 75 pdb chacune).



Notre opinion – Essoufflement de la croissance, accélération de l'inflation, resserrement monétaire, repli du ratio dette publique sur PIB, projet de budget encourageant : vu de très loin, cela s'apparente à une évolution post-crise commune à bien des pays. Seulement au Brésil, tout ceci revêt une ampleur particulière (quand l'inflation accélère, ce n'est pas pour excéder d'un p.p. une cible à 2%) et peu d'éléments invitent actuellement à l'optimisme.

Du côté de la demande, le redémarrage du secteur des services dans le sillage des progrès de la vaccination⁴ et la poursuite de la légère amélioration sur le front de l'emploi pourraient soutenir l'activité au second semestre. Mais, les obstacles du côté de l'offre s'accumulent et s'étendent des pénuries d'intrants couplées à leurs coûts élevés qui pénalisent le secteur industriel à la hausse des coûts de financement liée à celles du taux directeur et de l'inflation. Le marché anticipe désormais une croissance du PIB de 5,1% en 2021 puis de 1,9% en 2022 (un peu supérieure à la nôtre désormais vers 1,5%, un chiffre encore favorable

¹ Les *Precatórios (judicial bonds)* sont des injonctions de paiement ordonnées par un tribunal qui contraint le Trésor à payer une somme à la suite d'une décision judiciaire. Il s'agit généralement de décisions de justice statuant sur des litiges portant sur des salaires, pensions, droits et réclamations diverses. Les lois sur le travail et la fiscalité complexes, confuses, parfois contradictoires, sont en effet sources de litiges (entre entités fédérales elles-mêmes). Le montant initial de ces

réclamations contre le gouvernement fédéral atteint 90 Mds BRL pour 2022.

² Cette accélération intègre l'impact de la hausse des taxes sur l'électricité (de plus de 50% fin juin).

³ Market Readout de la BCB publié le 6 septembre.

⁴ Au 6 septembre, 69,3% de la population adulte a reçu au moins une dose de vaccin ; 33,5% de la population a reçu deux doses.

qui supposerait qu'un peu de soutien soit apporté par du stockage, aidant la croissance 2022 mais présentant un risque pour 2023, et par la demande externe). Sur le front budgétaire, il faut attendre que soit trouvée une solution aux Precatórios. Plusieurs pistes : elles vont d'un accord avec le Conseil National de la Justice (CNJ) permettant de réduire le paiement à effectuer en 2022 et/ou à l'étaler afin de récupérer une petite marge de manœuvre pour les dépenses discrétionnaires et envisager une reconduction partielle de la Bolsa Família, tout en respectant le plafond des dépenses (qui a un peu perdu de son « acuité » avec des dépenses d'urgence y échappant) jusqu'à leur exclusion du plafond qui nécessiterait l'approbation des 3/5 des membres des deux chambres et enverrait un signal désastreux en termes de crédibilité. Les amendements doivent être soumis au Congrès avant le 22 novembre pour que le budget soit approuvé fin décembre.

Le budget devra en outre composer avec une inflation résistante invitant la BCB à poursuivre son resserrement monétaire au moins jusqu'à la fin de l'année. La BCB laisse en effet entendre qu'une nouvelle hausse de 100 pdb devrait intervenir en septembre. Un resserrement est d'autant plus probable que l'inflation d'août vient encore de surprendre désagréablement (9,7% sur un an, 0,9% sur un mois) et signale des pressions généralisées (alimentation, biens d'équipement ménager, services, etc.). Le Selic pourrait ainsi se situer à 8,75% en fin d'année. Or, selon les estimations de la BCB, une hausse de 100 pdb du taux directeur (maintenue sur 12 mois) alourdit le ratio de dette (qu'elle soit brute ou nette) de 0,40 p.p.

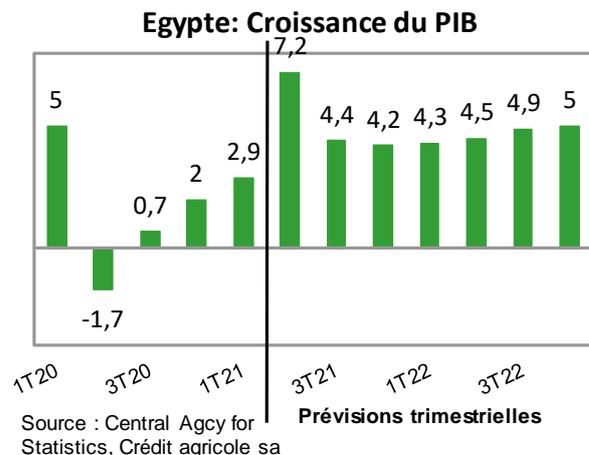
Moyen-Orient et Afrique du Nord

Egypte : retour progressif à la croissance potentielle

Après trois vagues de crise sanitaire (en 2020 et mai 2021), l’Egypte semble bien contenir la pandémie (1 000 cas par semaine malgré un taux de décès élevé de 7%). Le bilan en termes de santé publique reste donc correct malgré une incertitude sur les chiffres et une vaccination très en retard (1% avec Sinopharm). En 2020, l’impact des confinements a été douloureux sur les secteurs et les activités produisant des recettes en devises, le tourisme s’effondrant de 70%. En revanche, les transferts des émigrés ont progressé de 12% et les recettes du canal de Suez sont restées stables.

L’Egypte va en grande partie retrouver en 2021 sa croissance potentielle estimée au-dessus de 5%. Le premier trimestre de 2021, le PIB a progressé de 2,9%, ce qui fait espérer une accélération en cours d’année, notamment à 7,2% au T2 en raison de l’effet de base par rapport à 2020 et au final une croissance du PIB de 4,5% minimum sur l’année entière.

Les principaux facteurs de la croissance en début d’année sont la hausse de la consommation des ménages et des dépenses gouvernementales, alors que les exportations et la reprise des investissements sont encore à la traîne. L’indice PMI qui mesure la confiance du secteur privé se redresse en juillet et en août et tend à se rapprocher du niveau d’expansion.



Signe positif en termes d’équilibres externes, cette croissance devrait rester équilibrée et le déficit courant ne devrait pas excéder les 4% du PIB, une performance inférieure à la croissance du PIB. La dette externe va encore augmenter en 2021, probablement à 132 Mds USD en raison des aides du FMI mais l’équilibre de croissance devrait permettre d’envisager une diminution à partir de 2023.

✓ Notre opinion – *En évitant une récession en 2020 et en retrouvant rapidement sa croissance potentielle, l’impact macroéconomique de la crise est proportionnellement beaucoup plus atténué que dans les autres pays du Moyen-Orient. En revanche, l’endettement, déjà élevé, a progressé et atteint des niveaux de surendettement préoccupants. Ils ne baisseront qu’à moyen terme à la condition du maintien de la croissance à son niveau retrouvé en 2021. Par ailleurs, une incertitude existe encore sur l’évolution de la crise sanitaire, notamment en raison d’un retard dans les vaccinations qui pourrait peser sur le redressement du secteur touristique, gros pourvoyeur de recettes en devises.*

Maroc : effondrement du parti islamiste aux législatives

Les Marocains ont voté pour les élections législatives, régionales et municipales. Un scrutin concomitant qui a permis d’augmenter le taux de participation à 50%, légèrement supérieur aux législatives de 2016 (43%). La principale surprise de ce scrutin est l’effondrement du vote pour le parti islamiste PJD (Parti de la justice et de développement) qui passe de 125 sièges (premier parti en taille) à seulement

12 sièges dans le futur Parlement. Les partis politiques libéraux sont les gagnants du vote : le RNI devient le premier parti du pays avec 97 sièges. L’Istiqlal double sa représentation tandis que le parti proche du roi, le PAM, perd 20% de ses sièges mais conserve la deuxième place au Parlement. Les résultats définitifs et détaillés seront publiés prochainement.

✓ Notre opinion – *L’amélioration du taux de participation au-dessus de la majorité des votants est en soi une bonne nouvelle pour les autorités et la démocratie alors que l’environnement politique est peu favorable à l’expression politique dans les urnes et privilégie souvent les manifestations de rue. L’effondrement du PJD est surprenant par son ampleur mais elle est probablement due à l’usure du pouvoir en période de crise sanitaire. Une nouvelle coalition va se dessiner dans les prochaines semaines.*

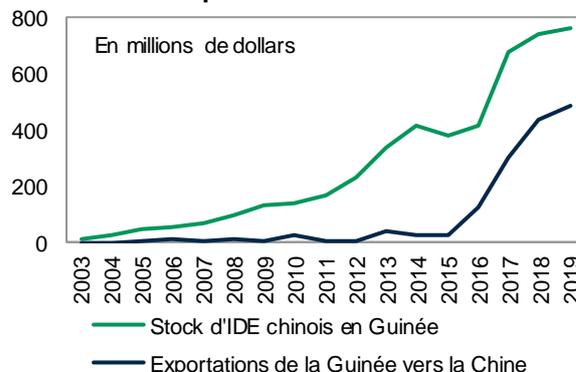
Afrique sub-saharienne

Guinée : l'armée prend le pouvoir

Le président guinéen Alpha Condé a été renversé dimanche dernier à Conakry par un coup d'État mené par un groupe de militaires issus des forces spéciales du pays. À la tête de la Guinée depuis 2010, Alpha Condé perd donc le pouvoir moins d'un an après sa réélection contestée en octobre 2020. Ce maintien au pouvoir, suite à une modification constitutionnelle lui ayant permis de briguer un troisième mandat, avait provoqué une contestation politique importante, violemment réprimée. Mamady Doumbouya, le leader des putschistes rassemblés au sein d'un autoproclamé « Comité national du rassemblement et du développement », a annoncé la « dissolution de la constitution et des institutions » et le remplacement des gouverneurs locaux par des militaires. Le reste de l'armée a depuis fait allégeance à ces nouvelles autorités, qui promettent une transition dont les contours demeurent flous.

La nouvelle du coup d'État a porté encore un peu plus haut les prix de l'aluminium, déjà à des niveaux inédits depuis 10 ans. La Guinée est en effet stratégique sur le marché mondial de la bauxite, minéral principal utilisé pour la production d'aluminium. Deuxième producteur mondial de bauxite (derrière l'Australie) mais premier exportateur, avec 64 millions de tonnes, le pays a fourni l'an dernier 25% de la bauxite mondiale. Abritant près d'un tiers des réserves mondiales de ce minéral, encore peu entamées, la Guinée est progressivement devenue ces dernières années un fournisseur essentiel de l'industrie de l'aluminium, en particulier pour la Chine, premier producteur mondial. Près de la moitié des approvisionnements chinois en bauxite proviennent de Guinée. La Guinée est également riche en or, et dispose des plus grandes réserves inexploitées de minéral de fer, dont une concession a été accordée en 2020.

Guinée: progression de l'implantation chinoise



Sources : FMI, Ministry of Com., Crédit Agricole S.A.

Après les difficultés provoquées par le virus Ebola de 2013 à 2016, l'économie guinéenne a progressé de façon régulière ces dernières années, mais sur la base d'un modèle largement déséquilibré. La croissance a été soutenue presque exclusivement par le secteur minier, qui représente 90% de ses exportations (58% pour la seule bauxite). Le manque d'infrastructures limite cependant le potentiel d'exploitation et de valorisation de ces ressources, exportées brutes. La dépendance aux cours des minerais, comme aux soubresauts de la demande chinoise, est forte, tandis que le solde courant est structurellement déficitaire. La population bénéficie par ailleurs très peu des retombées de ce secteur intensif en capital. Le secteur agricole, dépendant des conditions climatiques, fournit 60% des emplois.

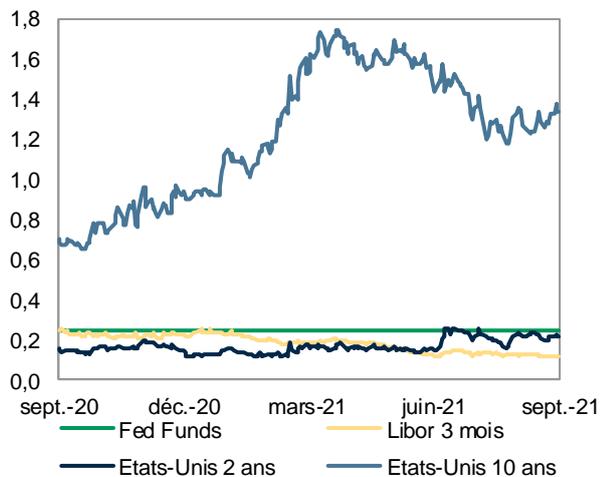
✓ Notre opinion – La junte désormais au pouvoir, consciente de la dépendance du pays à ses exportations de minerais, a très rapidement tenté de rassurer les opérateurs étrangers du secteur minier, assurant que les accords existants seraient respectés et que la production devait continuer normalement. Le couvre-feu instauré lors du coup d'État a d'ailleurs été rapidement levé dans les régions minières pour permettre la continuité des opérations, qui ne sont pour l'instant pas perturbées par ce changement de régime.

La Guinée est, après le Mali et le Tchad, le troisième pays de la région repris en main par des militaires en 2021. Les instances internationales et régionales ont condamné ce coup d'État et appelé au retour de l'ordre constitutionnel. La Communauté économique des États d'Afrique de l'Ouest (Cédéao) a suspendu ce mercredi le pays de ses organes de décision, sans toutefois imposer de sanctions commerciales comme lors du coup d'État au Mali en 2020. Leurs effets auraient de toute façon eu une portée plus limitée qu'au Mali, enclavé. La Guinée dépend cependant de l'assistance des bailleurs internationaux, le choc fiscal en 2020 ayant par ailleurs accru l'endettement externe du pays.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

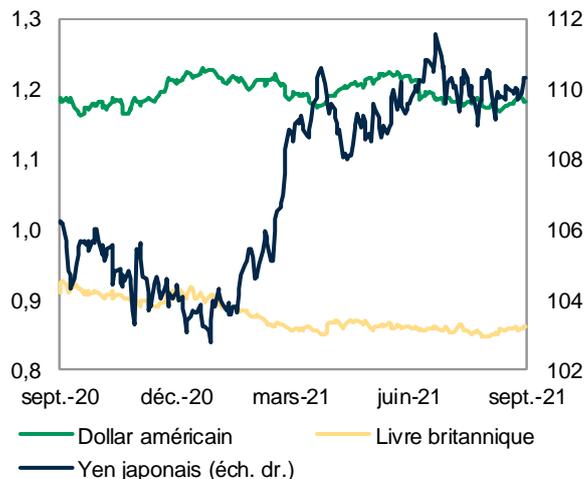
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

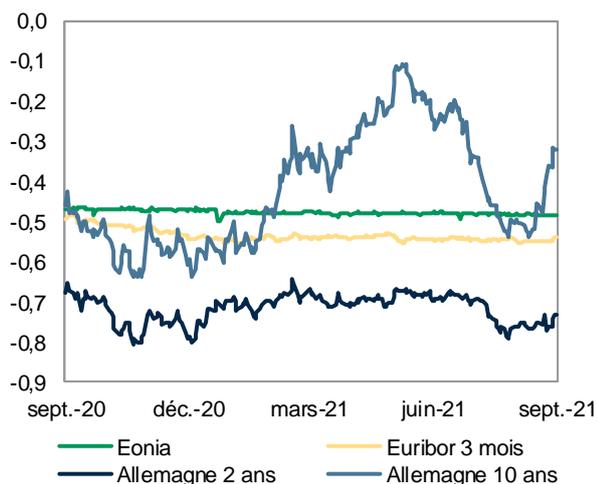
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

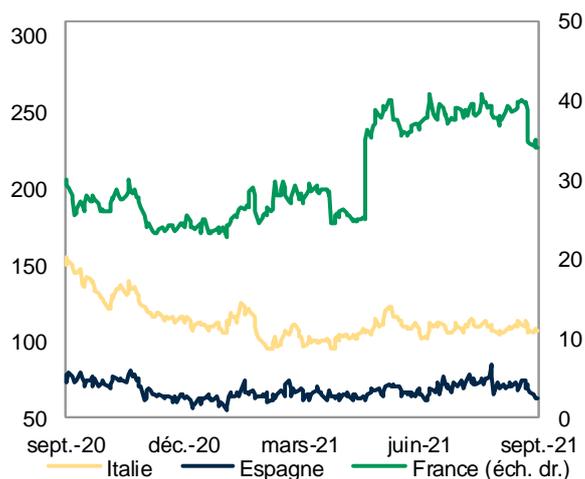
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

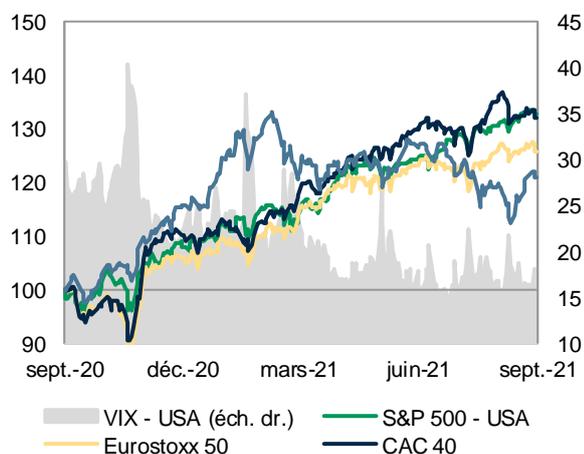
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

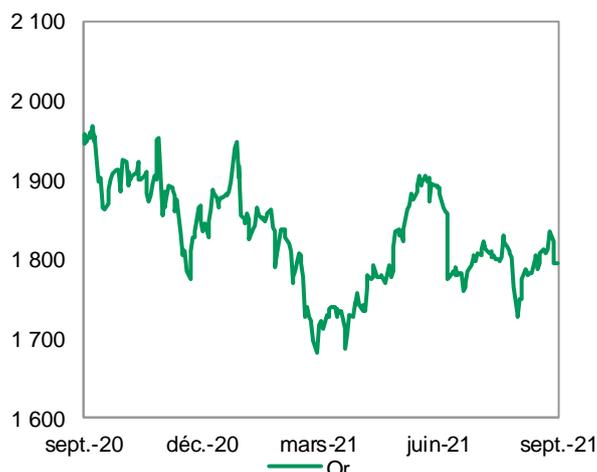
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

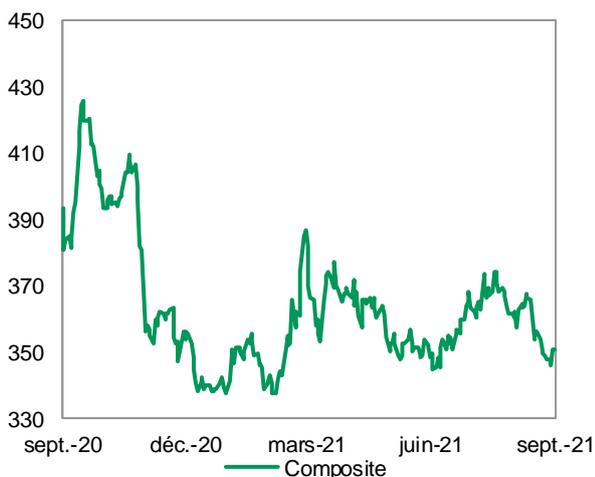
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

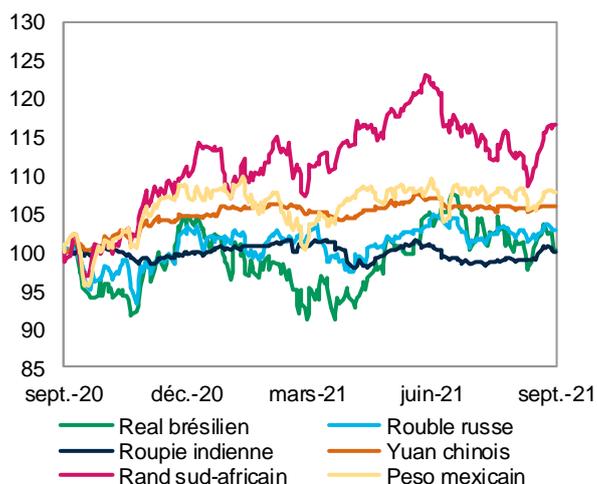
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

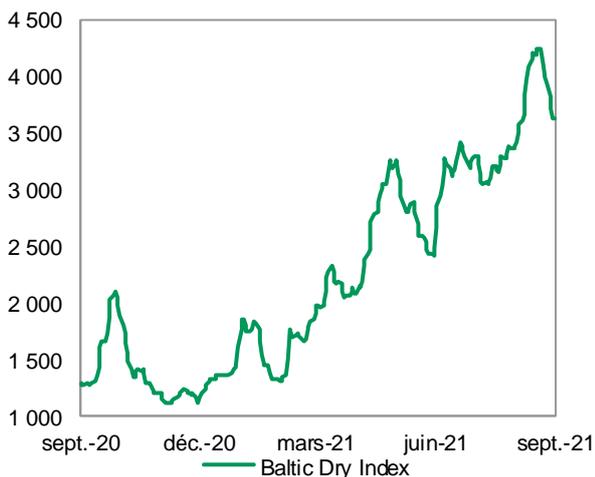
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

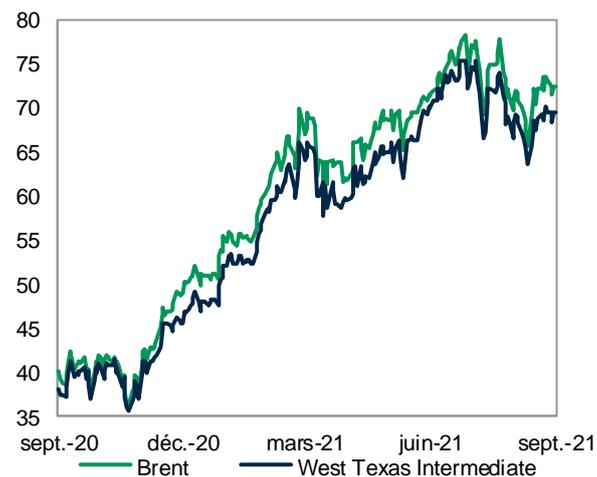
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

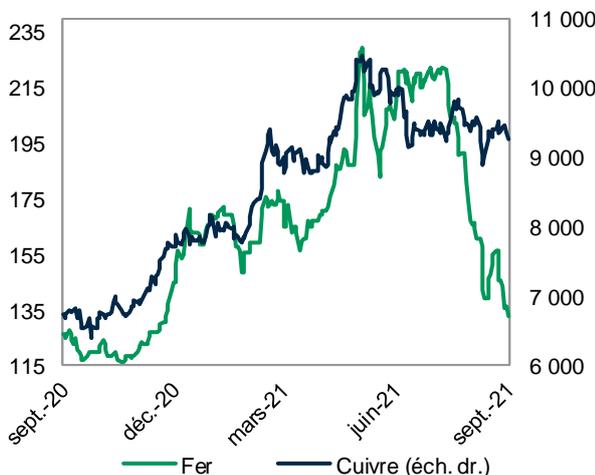
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

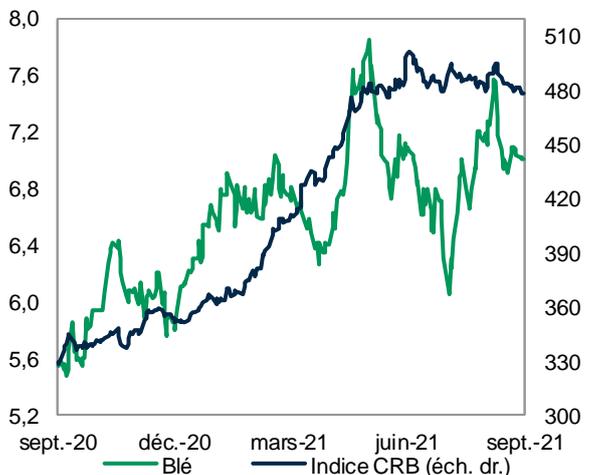
USD/tonne métrique



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
07/09/2021	Chine – Tour de vis réglementaire dans le secteur privé	Asie
06/09/2021	France – L'économie retrouve son dynamisme malgré un été agité	France
03/09/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
25/08/2021	Allemagne – Conjoncture : PIB au T2-2021	Allemagne
13/08/2021	Royaume-Uni – PIB : croissance de 4.8% au T2, tirée par la consommation privée	Royaume-Uni
10/08/2021	DeepTech : c'est la juste heure d'écrire ces sciences profondes	Innovation, deeptech
02/08/2021	Europe – Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières de l'UE	UE, fiscalité
30/07/2021	France – Conjoncture, Flash PIB : accélération de la croissance au T2 2021 et forte reprise depuis la levée des restrictions sanitaires	France
21/07/2021	Royaume-Uni – Scénario 2021-2022 : retour à la réalité	Royaume-Uni
21/07/2021	Italie – Scénario 2021-2022 : l'année de la reprise	Italie
21/07/2021	Fintech Outlook S1 2021 – Les Fintech s'envolent vers une année record	Banques, innovation

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 BENADJAOU, 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 CABELLEC

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

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.