

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/312 – 1^{er} octobre 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés nerveux face à la hausse de l'inflation.....	2
☞ La notion de résilience guidera les prochains arbitrages.....	3
☞ France : de belles perspectives pour la consommation des ménages.....	4
☞ Zone euro : la hausse de l'inflation enclenchera-t-elle la boucle prix-salaires ?.....	5
☞ Zone euro : tassement d'activité après les rythmes de croissance élevés de début d'année.....	6
☞ Allemagne : quelle succession à la chancellerie après ces législatives ?.....	6
☞ Italie : chronique de la vie politique italienne.....	7
☞ Italie : croissance en hausse et déficit en baisse, les bonnes nouvelles de la Nodef.....	8
☞ Espagne : gel sur les ventes de détail.....	9
☞ Corée du Sud : tout schuss.....	10
☞ Oman : première publication d'un rapport du FMI, le Fonds réclame des mesures fortes.....	12
☞ Tunisie : nomination d'une nouvelle Première ministre.....	12
☞ Turquie : n'est pas joueur de poker qui veut.....	13

👉 Des marchés nerveux face à la hausse de l'inflation

Les risques d'une inflation élevée et persistante aux conséquences négatives pour les perspectives de croissance inquiètent les investisseurs, entraînant une baisse significative de l'appétit pour le risque et une poussée de volatilité. Les places boursières chutent, tirées vers le bas par les valeurs de croissance : le S&P 500 cède 3,3% sur la semaine et se retrouve au plus bas depuis juin ; l'Eurostoxx 50 perd 3,6% et se rapproche des 4 000 points, un plus bas depuis juillet. L'indice VIX de volatilité implicite sur le S&P 500 prend 6,6 points sur la semaine, s'établissant ce vendredi à un niveau proche, mais légèrement inférieur, à son pic du 20 septembre dernier (25) lorsqu'il avait connu un sursaut avec les craintes des conséquences d'un défaut du chinois *Evergrande*.

En tête des inquiétudes, la crise dans le secteur de l'énergie, due à un ensemble de facteurs (conditions météorologiques, difficultés dans la production d'énergies durables, boom de la demande dans le secteur industriel, hausse du prix du CO₂). Une nervosité des marchés que l'approche de l'hiver n'est certainement pas de nature à calmer. Selon Bloomberg, la panique semble gagner le gouvernement chinois qui aurait ordonné aux entreprises publiques du secteur de l'énergie de sécuriser son approvisionnement énergétique à tout prix. En conséquence, les marchés redoutent des goulets d'étranglement encore plus durables et un risque de hausse plus importante du prix de l'énergie. Par ailleurs, les perspectives d'un ralentissement de la deuxième économie mondiale se confirment avec la publication d'un PMI manufacturier chinois en baisse, sous la barre des 50 pour la première fois depuis février 2020.

Dans ce contexte, les tensions sur les taux longs se poursuivent, alimentées par des tonalités de plus en plus *hawkish* de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre. Après un mouvement de ventes massives de bons de Trésor suite au FOMC la semaine dernière, le rendement de l'UST à 10 ans a atteint 1,54 ce mercredi, avant de reculer à 1,49 en fin de semaine, toujours au plus haut depuis juin.

Les commentaires des banquiers centraux au cours de la semaine n'ont pas aidé à dissiper les inquiétudes et à apaiser les tensions sur les taux. Dans sa troisième intervention au cours de la semaine passée, Jerome Powell a reconnu que les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement « ne s'amélioreraient pas » et pourraient soutenir l'inflation plus longtemps que la Fed ne l'avait prévu auparavant, même s'ils restaient de nature transitoire. Le président de la Fed de Philadelphie, Patrick Harker, s'est joint au chœur des voix *hawkish* en appelant à une réduction prochaine des achats d'actifs, confortant nos anticipations d'annonce de *tapering* en novembre, à

moins d'une surprise très négative dans le rapport sur l'emploi de septembre.

Côté Banque d'Angleterre, l'éventualité d'une hausse des taux avant la fin de cette année a été mise sur la table dans les minutes du MPC de septembre et a été confirmée sans ambiguïté par le gouverneur Andrew Bailey dans son discours de lundi dernier. Celui-ci a indiqué que, malgré les divergences de vue sur les perspectives, « tous les membres du MPC considéraient que le stimulus monétaire adopté en réponse au Covid devrait commencer à être retiré à un moment donné et que cela devrait être fait au travers d'une hausse du taux directeur, et, le cas échéant, sans attendre la fin du programme actuel d'achat d'actifs » (en voie d'être terminé courant décembre).

Autre sujet de nervosité pour les marchés : la question du plafond de la dette américaine. Après le blocage lundi par les Républicains du projet de loi prévoyant le relèvement du plafond de la dette, un accord a été trouvé *in extremis* jeudi, évitant une paralysie (*shutdown*) des administrations fédérales. La secrétaire du Trésor Janet Yellen avait prévenu plus tôt cette semaine que le Trésor risquait de ne pas pouvoir honorer ses créanciers si le plafond de la dette n'était pas relevé le 18 octobre prochain (date nommée « x-day »), soit plus tôt que ne l'anticipaient les marchés qui tablaient sur fin octobre/début novembre. Le Trésor opérait sous « un mode exceptionnel » depuis le 1^{er} août, son compte de liquidités ayant chuté à environ 217 milliards de dollars, contre 345 milliards il y a deux semaines. Les Républicains sont surtout en désaccord avec le projet de plan de relance social de 3 500 milliards de dollars du président Joe Biden. Il semble de plus en plus probable que les Démocrates soient obligés d'utiliser la procédure de réconciliation qui leur permettrait de passer la législation au Sénat avec une majorité simple.

Côté données, aux États-Unis, les principaux indicateurs de la semaine ont été la deuxième estimation du PIB américain pour le deuxième trimestre (révisée légèrement à la hausse à 6,7% en rythme annualisé, contre 6,6% précédemment), l'indice de confiance du consommateur du *Conference Board* du mois de septembre (en baisse surprise à 109,3 contre 115,2 en août, vraisemblablement à cause de la propagation du variant Delta) et des commandes de biens durables du mois d'août (+1,8% sur le mois, suggérant toujours une reprise soutenue par la demande). En zone euro, les chiffres d'inflation préliminaires pour le mois de septembre ont évidemment attiré toute l'attention. Le HICP s'est établi en hausse de 3,4% sur un an après 3% en août (légèrement supérieure aux anticipations du consensus de 3,3%) tandis que l'inflation sous-jacente passait de 1,6% à 1,9% (voir infra).

Editorial

La notion de résilience guidera les prochains arbitrages

La résilience est la capacité d'une société ou d'un individu à mettre en œuvre une réponse après un choc, lui permettant de rebondir et de s'inscrire sur un nouvel optimum supérieur ou au moins égal au précédent. La notion de résilience bouleverse l'approche de la gestion du risque, déplaçant l'attention de l'évitement du risque à l'absorption du risque. Elle fait appel à un contrat social différent

La notion de robustesse nécessite un contrat social qui réduit l'exposition au risque, qui décourage les activités plus risquées, mais doit renoncer à la rentabilité de certaines d'entre-elles et en tout cas ne met pas à l'abri d'événements de risque inattendus.

La résilience fait appel à un contrat social qui encourage la prise de risque tout en assurant la protection lorsque le risque se matérialise. Cette protection est nécessaire pour éviter les cicatrices, les phénomènes de trappes et de points de non-retour, qui se traduisent par l'effondrement de la confiance des agents économiques, par la destruction de capital humain et physique et qui minent les opportunités d'un rebond.

La prise en compte de la résilience en tant que catégorie d'analyse oblige à intégrer davantage la question des arbitrages entre assurance et flexibilité.

Cet arbitrage se décline en décision entre la préservation du capital et du savoir-faire des entreprises et le risque de maintenir les ressources dans des activités non productives et de décourager la prise de risque nécessaire à l'innovation. Une

attention particulière doit donc s'adresser à l'identification du risque de liquidité plutôt que de soutenabilité, à la temporalité de l'action favorisant la restructuration des entités viables et la liquidation de celles qui ne le sont pas.

Cet arbitrage se décline aussi en décision entre la préservation du lien avec l'emploi et le besoin de réallocation de la main-d'œuvre vers des nouvelles activités.

L'enjeu des prochains trimestres sera donc la gestion de ces arbitrages, ceux entre les avantages à court terme et les risques à long terme liés au maintien trop prolongé des mécanismes d'assurance des revenus mis en place avec la crise. La nécessité de passer de ces mesures de soutien à des mesures d'aide à la réallocation efficace des facteurs de production doit se lire à l'aune de la notion de résilience.

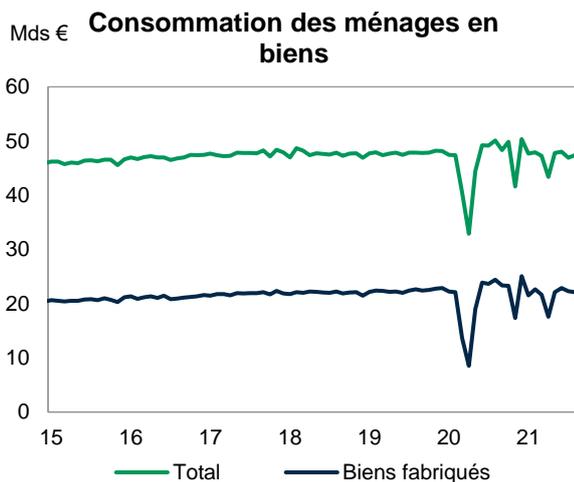
Ces arbitrages ne peuvent correctement s'opérer que grâce à l'identification de la nature du choc (exogène, endogène, temporaire, permanent) et du progrès technologique qui y est associé.

La notion de résilience appelle aussi à se méfier de « l'illusion de résilience » lorsqu'après un cycle d'ignorance initiale d'un risque et après une plus (trop) sévère surévaluation, le biais vers sa sous-estimation refait surface avant même la certitude qu'une réponse résiliente ait pu cheminer vers le nouvel équilibre de long terme.

Zone euro

France : de belles perspectives pour la consommation des ménages

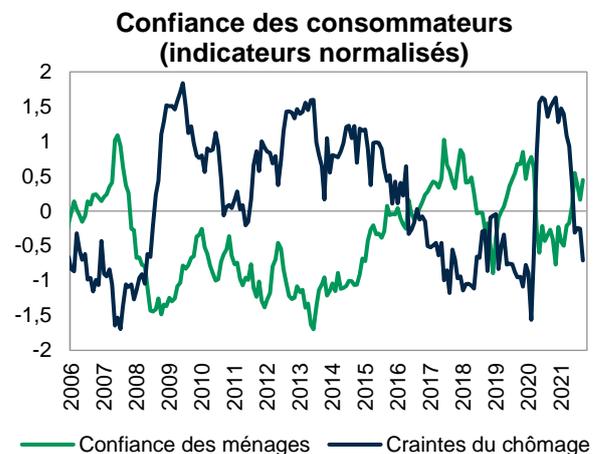
La consommation des ménages en biens repart à la hausse au mois d'août, progressant de 1,0% sur un mois après avoir reculé de 2,4% en juillet. Tandis que la consommation de biens fabriqués baisse faiblement, le rebond provient principalement de la hausse de la consommation de biens alimentaires (+3,1% sur un mois).



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

L'acquis de croissance pour le T3 reste très positif, +1,8% par rapport au T2. La consommation des ménages reste favorablement orientée. La consommation de biens fabriqués était nettement supérieure à son niveau d'avant-crise en juin et oscille désormais autour de son niveau de début 2020 (dernière période d'activité « normale » avant le premier confinement).

En outre, la confiance des ménages se redresse en septembre. Elle gagne 3 points à 102 et repasse ainsi au-dessus de sa moyenne historique (100). En particulier, le solde d'opinions sur la situation financière future s'améliore et les craintes du chômage diminuent fortement, se situant désormais nettement en dessous de leur niveau historique. Malgré une baisse des opportunités d'effectuer des achats importants en septembre, ces évolutions sont plutôt des signaux favorables concernant le dynamisme de la consommation dans les trimestres à venir. Les ménages sont en effet plutôt confiants en ce qui concerne leur pouvoir d'achat dans les prochains mois malgré la hausse de l'inflation depuis le début de l'année. Les prix à la consommation progressent d'ailleurs de 2,1% sur un an en septembre.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

☑ Notre opinion – La consommation devrait être le principal moteur de la croissance à partir du troisième trimestre 2021. Les restrictions en vigueur jusqu'au 19 mai ont largement limité la consommation des ménages, notamment dans les secteurs de services. Le potentiel de rebond de la consommation est ainsi important puisqu'elle était encore 5,9% inférieure à son niveau du T4 2019 au T2 2020. Les premières données disponibles sur le troisième trimestre confirment la vigueur de la reprise. La consommation des ménages en biens a retrouvé son niveau d'avant-crise et l'analyse des données de cartes bancaires indique que la reprise de l'activité est très dynamique dans les services. La mise en place du pass sanitaire pendant l'été ne semble pas avoir été un obstacle pour le secteur de la restauration, et la consommation de services serait déjà proche de son niveau d'avant-crise.

L'évolution du niveau des prix pourrait toutefois inciter les ménages à la prudence. Les tensions sur l'offre liées à la forte reprise de la demande entraînent un renchérissement des matières premières et des biens intermédiaires tandis que la reprise de l'activité dans les services crée des tensions localisées sur les salaires. Selon notre analyse, ces effets se dissiperaient cependant au deuxième semestre 2022 et la hausse des prix ne serait pas entretenue par la mise en place d'une réelle boucle prix-salaires. Et l'impact sur les prix à la consommation de la flambée des prix énergétiques serait limité par le blocage temporaire des prix du gaz annoncé le 30 septembre. De plus, l'ampleur de l'épargne accumulée depuis le début de la crise pourrait être partiellement dépensée et soutiendrait la consommation dans les trimestres à venir.

 **Zone euro : la hausse de l'inflation enclenchera-t-elle la boucle prix-salaires ?**

La première estimation de l'inflation en septembre signale une nouvelle accélération de la hausse des prix (de 3% en août à 3,4% sur un an) dans la zone euro. L'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) augmente de 1,6% à 1,9%, sous l'effet de la plus forte inflation dans les services (de 1,1% à 1,7%), tandis que la croissance des prix des biens industriels perd en vigueur (de 2,6% à 2,1%). Les prix de l'énergie continuent de tirer vers le haut l'indice général des prix à la consommation (de 15,4% en août à 17,4% en septembre).

Au fur et à mesure que la hausse de l'inflation se renforce et persiste on peut craindre des effets de second tour sur les salaires, qui viendraient renforcer le caractère durable de l'inflation. Les effets directs du renchérissement des produits consommés par les ménages sont en effet une incitation puissante à réclamer des hausses de salaire afin de compenser l'érosion du pouvoir d'achat.

La dynamique des salaires devrait rester modérée au cours des prochaines années. L'apparition de pressions salariales soutenues nécessite un marché du travail suffisamment tendu, ce qui exigera la résorption d'une quantité considérable de ressources inutilisées sur le marché du travail. Or, les capacités excédentaires sur le marché du travail, qui avant la crise de la Covid-19 n'avaient toujours pas retrouvé leur niveau d'avant la grande crise économique et financière, se sont accrues au cours de la dernière année et ne seront pas rapidement résorbées.

Malgré le fait que la dynamique des salaires négociés en 2020 intégrait des revendications portées avant la crise et des accords conclus principalement au T1 2020 avant le confinement, celle-ci est restée très modérée (1,8% en moyenne annuelle) pendant toute l'année dans la zone euro. L'effet de la crise est plus visible sur les hausses salariales négociées au T1 2021 qui affichent un net ralentissement à 1,4%. L'accélération enregistrée au T2 2021 (1,7%) est en partie liée à des facteurs de rattrapage ponctuels de la rémunération liés à la

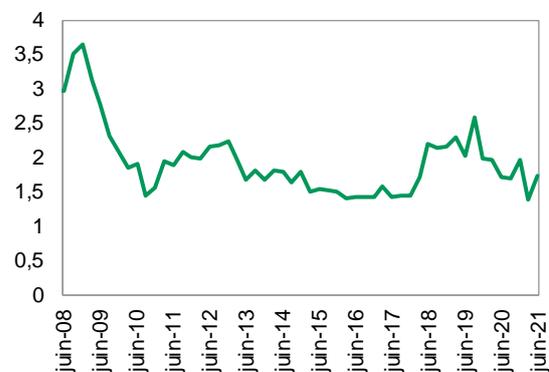
panémie, présents surtout en Allemagne où les salaires négociés ont accéléré de 1,4% au T1 2021 à 2,2% au T2 2021.

Les salaires effectifs ont progressé bien plus modérément en 2020 (-0,1%), sous l'effet de la forte baisse des heures travaillées. La nette accélération du salaire par tête au T2 2021 (8,1% après 1,4%) ne s'explique que par la forte baisse du chômage partiel.

L'évolution des salaires négociés au T3 s'annonce modérée bien qu'encore alimentée par des éléments temporaires de rattrapage. Avec une prévision de 1,6% pour 2021 et 1,8% pour 2022, la Bundesbank prévoit une hausse des salaires négociés moins dynamique que sur la période pré-crise en Allemagne. En Italie, après une hausse de 1,1% en 2019 et de 0,6% en 2020, les accords négociés au T1 2021 ne permettent pas de projeter d'accélération en 2021 (0,6%).

Malgré des accords de branche peu généreux et donnant priorité au maintien de l'emploi, les salaires effectifs pourront bénéficier d'une remontée des heures travaillées, due à la fois à la baisse du chômage partiel et à la hausse des heures supplémentaires, notamment dans les secteurs signalant des tensions sur la main-d'œuvre.

%, a/a **Zone euro : salaires négociés**



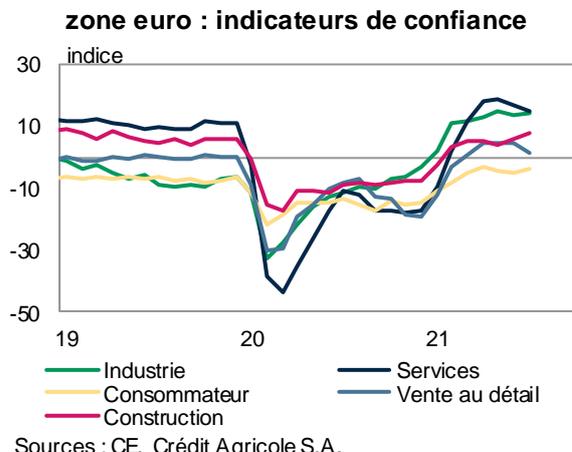
Sources : Crédit Agricole S.A.

 **Notre opinion** – Certains indicateurs semblent plaider en faveur d'une saturation du marché du travail. Les difficultés des entreprises à pourvoir certains postes sont signalées par l'augmentation des postes vacants, résultat de la recomposition de la structure productive et de l'accélération de la demande pour certaines professions. La rareté de la main-d'œuvre est signalée comme le facteur le plus contraignant à la fois dans l'industrie, les services et la construction. Mais seulement peu de secteurs témoignent de ce resserrement des contraintes et la plupart de ceux qui déclarent en souffrir y étaient déjà confrontés avant la crise. Les dispositifs de chômage partiel, bien qu'utiles pour éviter de briser le lien avec l'emploi, peuvent à court terme avoir freiné la réallocation de l'emploi vers les secteurs à plus forte demande.

Zone euro : tassement d'activité après les rythmes de croissance élevés de début d'année

L'indice du sentiment économique en zone euro est globalement resté inchangé au mois de septembre à 117,8 points (+0,2 point par rapport à août). Toutefois, la décomposition par secteur indique des situations bien différentes. Ainsi, la confiance dans le secteur de la construction et la confiance des consommateurs semblent remonter très nettement alors qu'à l'inverse, la confiance dans les activités de ventes au détail et de services se sont dégradées significativement par rapport au mois précédent. La confiance industrielle est en revanche restée stable, soutenue par des nouvelles commandes robustes mais affaiblie par la rareté des stocks de produits intermédiaires. La ventilation de l'indice par pays signale une dégradation de la situation économique en France (-1,3 pt) et en Italie (-0,9 point) tandis que la situation est jugée en amélioration en Allemagne (+0,8 pt) et en Espagne (+1,7). Dans les questions soumises trimestriellement dans l'industrie, les facteurs identifiés comme limitant la production sont les problèmes de main-d'œuvre et d'équipements

disponibles. Dans les services, c'est essentiellement la main-d'œuvre qui pose des difficultés alors que la capacité d'utilisation est à un niveau jugé élevé.



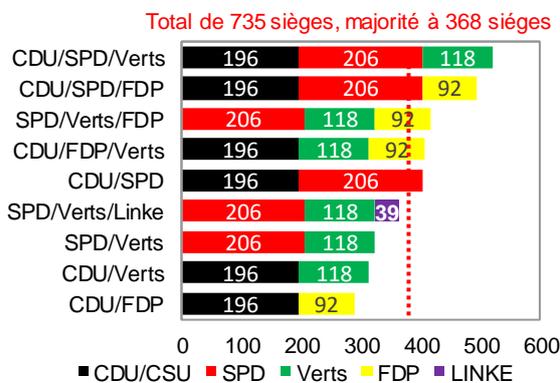
Notre opinion – L'évaluation du sentiment économique de la zone signale une activité légèrement moins favorable en septembre qu'elle ne l'était un mois plus tôt. Après l'accélération de l'activité au T2, les signes d'un tassement du rythme de la reprise se font plus nombreux. Si un début de normalisation se fait sentir, les marges de progression demeurent cependant élevées. La pénurie de main-d'œuvre et de biens intermédiaires pénalise cette phase de reprise. Toutefois, les capacités d'utilisation restent élevées dans l'industrie comme dans les services et la demande reste toujours robuste. Les tensions inflationnistes pourraient perdurer plus longtemps et peser plus fortement sur le pouvoir d'achat des ménages, affaiblissant ainsi la consommation privée notamment en fin d'année.

Allemagne : quelle succession à la chancellerie après ces législatives ?

Ces élections législatives se sont soldées par la victoire du Parti social-démocrate qui arrive en première place avec 25,7% des voix, suivi des chrétiens-démocrates avec 24,1% puis des Verts à 14,8% et du FDP à 11,5%. Le Parti Afd atteint 10,3% et Die Linke 4,9%. Dans cette configuration, quatre coalitions en plus de la grande coalition restent mathématiquement possibles. Mais dans les faits, il est vraisemblable de limiter le champ des possibles à trois types de coalition. La coalition la plus probable reste l'alliance « tricolore » entre le SPD/Verts/FDP, celle-ci nécessite un long parcours de conciliation entre d'un côté les Verts et le SPD qui s'accordent sur les questions de revalorisation du salaire minimum, des hausses d'impôts pour les plus riches et surtout des investissements publics importants pour faciliter la transition écologique et digitale du pays, et de l'autre les libéraux qui réclament des baisses d'impôts pour les classes populaires et moyennes et surtout le retour rapide à la rigueur budgétaire et le strict respect du Pacte de stabilité et de croissance de l'UE avec un contrôle exigeant des déficits et de la dette publique. La deuxième coalition possible serait une alternative « Jamaïque » avec la CDU/Verts/FDP. Elle serait préférable pour la CDU et le FDP mais mettrait les

Verts en difficulté pour appliquer leur programme. Elle aboutirait à une politique budgétaire moins expansionniste et moins volontariste sur la transition écologique et technologique à mettre en place.

Projections des sièges après les législatives



Les investissements tant publics que privés seraient moins conséquents comparativement à la coalition tricolore. Enfin, la grande coalition, nettement moins probable n'est pas à exclure non plus mais mettrait

la CDU en position minoritaire, ce qui serait difficilement tenable et discréditerait le SPD qui n'a de cesse de critiquer cette alliance. Ce serait surtout

un choix par défaut en cas d'échec à former une alliance préalable avec d'autres partis.

✓ Notre opinion – *La réalisation d'une coalition tripartite dite tricolore (SPD/Verts/FDP) avec à sa tête Olaf Scholz en tant que chancelier reste pour l'heure l'hypothèse la plus probable. Si l'adhésion des Verts pourrait se faire assez facilement, il sera en revanche plus difficile de rallier le FDP. Ce dernier se montre cependant ouvert à un dialogue préalable avec les Verts afin de connaître les points d'accords et de désaccords de chacun avant d'entamer des discussions avec le SPD. La question du strict respect des règles du Pacte de stabilité et de croissance ainsi que sa position en faveur d'une restructuration des dettes souveraines sous contrôle du MES créeront inévitablement des frictions. De son côté, le SPD souhaite trouver une alliance d'ici Noël ce qui s'avère éminemment compliqué au vu des divergences affichées et du chemin à parcourir pour atteindre cet objectif. La réalisation d'une coalition Jamaïque reste toujours sur la table du côté des libéraux, donnant plus de poids à ces derniers dans les négociations pour une alliance tricolore. Enfin, la reconduite de la « Groko » semble aujourd'hui moins probable, les deux partis concernés s'accordant sur le fait qu'il ne pourrait s'agir que d'un choix par défaut.*

Italie : chronique de la vie politique italienne

Dimanche 3 et lundi 4 octobre devrait se tenir le premier tour des élections municipales dans 1 192 communes italiennes dont celles de Rome, Milan, Turin, Bologne et Naples. Ainsi, près de 12 millions d'Italien devraient être appelés aux urnes. À ces élections municipales s'ajoutent l'élection anticipée du président de région de Calabre ainsi que des élections partielles dans les collèges de la Chambre des députés de Rome-Primavalle et de Sienne. Le centre-droit aborde cette échéance sous une même bannière proposant un candidat unique dans la majeure partie des communes. Les alliances entre le Mouvement 5 étoiles (M5S) et le Parti démocrate (PD) sont quant à elles plus parcellaires. Sur vingt grandes villes, les deux partis ne présentent un candidat commun que dans sept d'entre elles et s'opposent même frontalement à Rome et à Turin où les deux formations ont longtemps été en compétition.

Dans la capitale, ville sous le giron du Mouvement 5 étoiles, 22 candidats sont en lice dont la maire sortante Virginia Raggi (M5S). Elle devra faire face à Enrico Michetti, candidat du centre-droit, soutenu entre autres par Fratelli Di Italia, Forza Italia-Udc, et la Ligue, et à l'ancien ministre Roberto Gualtieri représentant le Parti démocrate (centre-gauche) ainsi qu'au leader d'Action Carlo Calenda autre représentant du centre-gauche avec le soutien d'Italia Viva et de +Europa. Pour le moment, les sondages placent le candidat du centre-droit Enrico Micchetti en tête à plus de 30% des voix suivi par Roberto Gualtieri tandis que Virginia Raggi et Carlo Calenda sont à respectivement 15,5% et 14%. Tandis que les deux favoris devraient accéder au second tour prévu les 16 et 17 octobre, il est fort probable que le report de voix soit favorable au représentant du Parti démocrate.

À Milan, le maire sortant, Beppe Sala, crédité de plus 50% des intentions de vote dans les sondages pourrait s'épargner un second tour face à son principal challenger, le candidat de centre-droit Luca Bernardo.

À Naples, sept candidats concourent à la mairie. Le centre-gauche est représenté par une candidature commune. Les deux partis se sont accordés après de longues tractations sur l'ancien ministre Gaetano Manfredi crédité de 48% des voix. Ce score ne sera pas suffisant pour éviter un second tour dans la principale ville de Campanie et l'ancien ministre devrait faire face à Catello Maresca pour le centre-droit. Fief de la gauche, Bologne est la deuxième ville où les démocrates et le Mouvement 5 étoiles présentent un candidat unique. Grand favori, Matteo Lepore pourrait remporter la ville au premier tour des municipales.

À Turin, pas d'alliance à gauche, la guerre des tranchées entre le PD et le mouvement 5 étoiles – qui avait remporté la mairie lors de la dernière élection municipale – devrait conduire à une candidature divisée. Chiara Appendino, la maire Mouvement 5 étoiles sortante, devrait céder la place à Valentina Sganga pour porter les couleurs des 5 étoiles tandis que le Parti démocrate présentera le vainqueur de la primaire, Stefano Lo Russo. Le centre-droit soutient quant à lui la candidature de l'entrepreneur Paolo Damilano qui caracole à 42% d'intentions de vote suivi par le candidat démocrate. Un second tour semble inévitable et devrait opposer le centre droit et le centre gauche, reste en suspens la question du report des voix des électeurs du mouvement 5 étoiles qui décidera de qui sera à la tête de la capitale piémontaise.

✓ Notre opinion – *Dernière échéance électorale de la législature, les élections municipales font office de test pour les grands partis. Pour le mouvement 5 étoiles d'abord, noyé dans les querelles internes entre le nouveau secrétaire du parti, l'ancien Premier ministre Giuseppe Conte et le fondateur Beppe Grillo, la*

gauche radicale qui avait réussi l'exploit de remporter la capitale lors des dernières municipales, pourrait perdre toutes ses positions. Malgré les sorties de l'ancien Premier ministre qui tente de dédramatiser la débâcle électorale à venir, le mouvement 5 étoiles – qui possède encore le plus important nombre de représentants dans les chambres – pourrait passer en dessous de la barre des 10% lors des municipales.

Les démocrates pourraient tirer leur épingle du jeu mais n'ont pas échappé aux polémiques diverses, au niveau local, comme à Rome, mais aussi au niveau national avec la candidature d'Enrico Letta à Sienne. Sans arborer le logo du Parti démocrate dans sa campagne, le secrétaire général des Dem se présente comme suppléant au collège de Toscane en remplacement de Pier Carlo Padoan nommé président d'Unicredit. Une élection avec en arrière scène la délicate question de la reprise de Banca Monte dei Paschi di Siena. La plus ancienne banque italienne dont le sauvetage a été réalisé en 2016-2017 sous la houlette de Pier Carlo Padoan alors ministre des Finances est en discussion afin d'être absorbée par Unicredit. Une opération orchestrée alors que le Parti démocrate était aux affaires et qui butte sur les conséquences sociales de ce rapprochement qui impacterait le sort de 2 500 collaborateurs de la banque siennoise. Une affaire devenue hautement politique qui pourrait déterminer le sort de la candidature du secrétaire générale des démocrates sous le feu des critiques de l'opposition, la Ligue en tête.

De son côté, la droite n'est pas en reste. Avec un ballottage en leur défaveur, la stratégie d'alliance des partis de centre-droit pourrait ne pas s'avérer payante dans les villes où un second tour serait organisé. Un possible échec électorale donc pour des partis au coude à coude se disputant la tête des sondages d'opinion nationaux. La campagne a ainsi révélé des fractures au sein de la droite, celles évidentes d'abord entre la Ligue et Fratelli di Italia dont les deux figures de proue affichent des velléités de gouverner, et celles plus subtiles au cœur de la Ligue. Matteo Salvini paraît de plus en plus affaibli au sein de son propre camp. Le Carroccio a accumulé les déconvenues au cours de la semaine. Lundi, une interview sans filtre de son principal rival au sein du parti, le ministre Giorgetti a jeté un froid en pleine campagne électorale. Ce dernier, qui représente l'aile la plus modérée et gouvernementale de la Ligue, met ouvertement en doute la ligne de Matteo Salvini sur les municipales où il décrit des compromis au rabais avec Fratelli Di Italia sur le choix des candidats. Mardi, l'annonce de la mise en examen de son conseiller en communication pour cession et détention de stupéfiants a fait l'effet d'une bombe dans le paysage médiatique italien. Matteo Salvini, qui avait fait de la lutte antidrogue un thème de prédilection de ses grandes sorties médiatiques, se retrouve ainsi à quelques jours d'un scrutin empêtré dans un nouveau scandale. Et pour cause, Luca Morisi n'est pas n'importe qui. Responsable depuis plusieurs années de la communication et des réseaux sociaux de la Lega et de Matteo Salvini, on lui attribue l'invention de « la bête » – nom donné à un ensemble d'algorithmes à l'origine de la campagne sur les réseaux sociaux qui a propulsé la ligue et Matteo Salvini sur le devant de la scène politique.

Des élections qui redistribueront donc les cartes en dehors et surtout dans les partis revêtant une importance toute particulière à quelques mois de l'élection présidentielle. Car c'est ce rendez-vous qui terminera potentiellement le sort du pays.

Italie : croissance en hausse et déficit en baisse, les bonnes nouvelles de la Nodef

La mise à jour du document économique et financier (DEF) approuvé par le conseil des ministres mercredi 29 septembre présente des estimations de croissance et de déficit en nette amélioration. La prévision de croissance annuelle du PIB passe ainsi de 4,5% dans le DEF d'avril à 6,0%. Elle est également révisée à 4,7% pour 2022. Le déficit public initialement projeté à 11,8% suite aux deux écarts budgétaires demandés par le gouvernement de Mario Draghi a été revu à 9,4%. Il devrait passer à 5,6% en 2022, pour tomber à 3,9% en 2023 et se rapprocher de 3% en 2024. L'effet cumulé de la hausse de la prévision de croissance et de la baisse du déficit s'est traduit par une nette révision de ratio de dette publique estimé à 153,5%, contre 159,8% prévu en avril. Le retour à la consolidation budgétaire ne devrait pas avoir lieu avant 2024 laissant place à une politique que le gouvernement Draghi veut encore expansionniste jusqu'à l'horizon

2024. Le retour de la dette au niveau pré-crise est lui fixé à 2030.

Bien qu'elle ne présente pas explicitement le budget, la mise à jour du DEF donne entre les lignes des indications sur les mesures qui devraient s'inscrire dans la loi de finance 2022. La réforme fiscale et la reconduite du *super bonus* devraient ainsi faire partie de l'ensemble de mesures budgétaires présentées cet automne. Il en est de même de l'allocation universelle unique pour enfants. La manœuvre budgétaire pour 2022 devrait ainsi s'appuyer sur une enveloppe de 22 milliards pour financer ces nouvelles mesures dont certaines seraient en outre prises en charge par la relance. Il se pourrait ainsi que le gouvernement n'est pas à demander un nouvel écart budgétaire en 2022. L'impact de l'impulsion budgétaire dérivé est estimé à 0,5 point de PIB pour 2022.

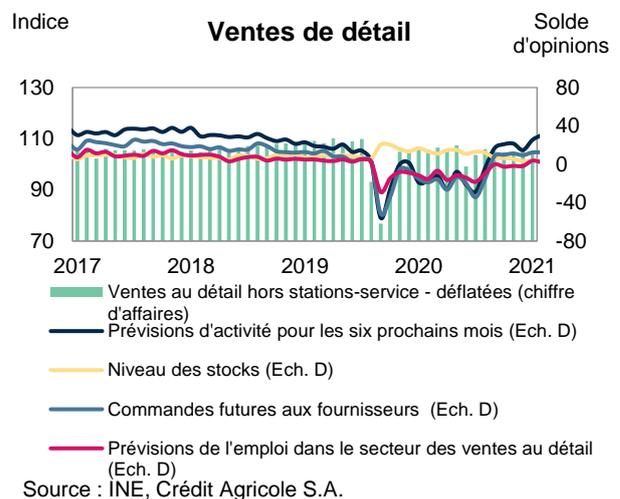
Notre opinion – Les nouvelles sont résolument positives et le gouvernement Draghi qui poursuit son marathon législatif annonce la couleur. « De la dette publique, on sort de la croissance », telle est l'expression employée par le président du Conseil. Le levier de la politique budgétaire restera le moteur de la politique économique italienne tant que l'ancien président de la BCE est aux manettes d'autant que ce dernier disposerait de moyens supplémentaires avec le plan de relance. À ces annonces deux lectures peuvent s'opposer, les défenseurs du bras armé budgétaire ne pourront que se féliciter de ce retournement de situation en Italie, preuve de la vision de Mario Draghi, qui a fait passer son pays de porte d'entrée de la pandémie en Europe à l'un des champions de la croissance européenne en 2021. D'autres s'alarment sur la précarité de la situation. La baisse de la dette publique est certes à noter mais elle émane d'une reprise plus forte et d'une stabilité des taux d'intérêt qui compensent un déficit encore élevé. La dette n'en reste pas moins de 20 points supérieure à son niveau d'avant-crise. Des paramètres qui poussent la dette à la baisse mais qui ne sont pas gravés dans le marbre et qui une fois retirés pourraient constituer beaucoup plus qu'un retour en arrière. Un pari risqué donc mais un pari décisif qui fera basculer la vérité d'un côté ou de l'autre et qui va plus loin que le simple sort de l'Italie.

Espagne : gel sur les ventes de détail

La variation mensuelle de l'indice général du commerce de détail à prix constants entre les mois d'août et juillet, est de -0,2% (0% en juillet). L'indice général sans stations-service enregistre un recul mensuel plus marqué, de -0,4%. Les ventes de produits alimentaires ont diminué de 0,3% tandis que celles d'équipement personnel progressent de 1,4%, le seul composant de l'indice présentant une variation positive.

Sur un an, l'indice recule de 0,9% (-0,1% en juillet). Les ventes ont baissé en rythme annuel dans onze communautés autonomes en août et ont augmenté dans six : Asturies et le pays Vasque (-5,5 %) et La Rioja, La Navarre et Castille-et-León (-5,0%) ont présenté les plus fortes baisses. Les îles Baléares (7,3%), Communauté valencienne (1,6%) et la Catalogne (1,2%) ont enregistré les progressions les plus importantes. L'indice d'emploi

dans le commerce de détail montre une variation en août de 1,8% par rapport au même mois de 2020.



Notre opinion – Le comportement des consommateurs rend difficile la lecture de la consommation finale au travers des ventes de détail. L'institut des statistiques espagnol a récemment révisé fortement à la baisse son estimation initiale de la consommation privée au deuxième trimestre, peut-être reflétant ces difficultés. Il se pourrait bien que la faiblesse du commerce de détail au troisième trimestre reflète le basculement de la consommation vers les services, au fur et à mesure que les restrictions ont été levées. Les enquêtes de confiance de la Commission européenne vont dans ce sens : la confiance du secteur des services est en nette progression sur les quatre derniers mois tandis que celle du commerce de détail stagne. Quant à la confiance des consommateurs, elle continue de s'améliorer pour atteindre en septembre son niveau le plus élevé depuis septembre 2019.

Pays émergents

Asie

Corée du Sud : tout schuss

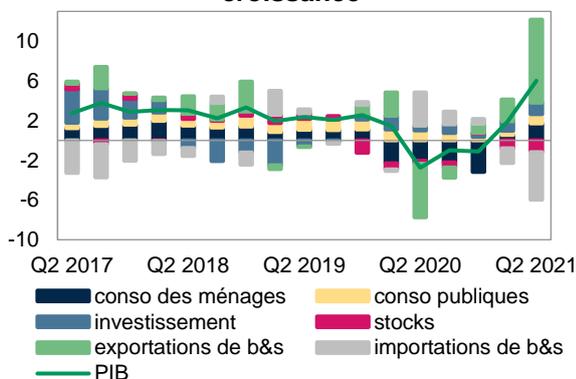
Depuis le déclenchement de la crise de la Covid-19, la Corée du Sud impressionne par sa gestion sanitaire, sa résilience puis sa trajectoire de reprise. Au-delà du conjoncturel, le pays s'est également engagé dans un vaste plan de relance, le *Korean New Deal*, qui vise à raviver la croissance potentielle en s'attaquant aux problèmes structurels de l'économie.

Récession modérée, reprise accélérée

La Corée a connu une récession modeste en 2020 (-0,9%), grâce à une gestion sanitaire efficace de la Covid-19 ayant permis de limiter son impact sur l'activité et notamment la consommation des ménages.

La croissance devrait dépasser 4% en 2021, portée notamment par les exportations de produits électroniques, dont la demande a explosé ces derniers mois. Au deuxième trimestre 2021, le commerce extérieur a ainsi contribué pour plus de la moitié à la croissance. Après un démarrage très lent de la campagne vaccinale, qui exposait le pays à de nouvelles vagues de contaminations (liées au variant Delta notamment), le rythme s'est accéléré et 75% de la population est maintenant partiellement vaccinée. Cela devrait soutenir la consommation privée, qui n'a pas encore totalement retrouvé son niveau d'avant-crise, mais qui pourrait servir de réservoir de croissance potentielle pour 2022. L'investissement, qui accusait un sérieux ralentissement depuis 2017, a également renoué avec une croissance soutenue et largement dépassé son niveau de 2019.

Corée du Sud : contribution à la croissance



Sources : nationales

La mise en place d'un vrai *policy mix*

Fin août, la banque centrale (BoK) a procédé à une première hausse de son taux directeur de 25pb (à 0,75%) afin de contenir la hausse de l'endettement des ménages coréens (alimentée par les tensions

sur les prix de l'immobilier) et l'accélération de l'inflation (2,6% en août contre 0,6% en janvier). Une nouvelle hausse de taux (25pb) pourrait probablement intervenir avant la fin de l'année. L'objectif de la BoK est de revenir à son niveau de taux pré-crise (1,25%) dès le premier semestre 2022, afin d'anticiper le durcissement de la politique monétaire américaine.

Côté budgétaire au contraire, le gouvernement a dévoilé un projet de loi de finances pour 2022 plutôt expansionniste. Celui-ci prévoit un déficit de 2,6% (contre 4,4% en 2021) et une dette publique de 50,2% du PIB (contre 47,3% en 2021). Il s'inscrit dans le sillage du *Korean New Deal*, ce vaste plan de relance visant à transformer l'économie coréenne pour la rendre plus digitale, plus verte et plus inclusive.

Le *Korean New Deal* : régler les problèmes structurels du passé, lancer l'économie coréenne 2.0

Malgré des performances de croissance dynamiques, la Corée est confrontée à des problèmes économiques de fond, tant du côté de l'offre que de la demande. Côté offre, le manque de compétitivité des PME, leurs difficultés à se développer et à se renforcer face aux *chaebols* qui monopolisent le secteur exportateur.

Le taux d'investissement avait ainsi décéléré entre 2017 et 2019, laissant craindre le développement d'une sorte de rente de situation autour de leurs activités, et d'un ralentissement encore plus net de la recherche et développement et de l'innovation.

Côté demande, malgré une politique sociale assez offensive menée par le président Moon (hausse du salaire minimum notamment), les failles structurelles demeurent, notamment sur le marché du travail. Le taux d'emploi, en particulier chez les jeunes, est ainsi un des plus bas de l'OCDE. Le risque était donc de voir la croissance potentielle progressivement s'étioler, d'autant que cette dernière était déjà contrainte par un endettement assez lourd des entreprises, mais surtout des ménages.

Rompant avec une tradition d'austérité en matière de politique budgétaire, le *Korean New Deal*, ce vaste plan de relance visant à relancer l'économie coréenne, cherche justement à s'attaquer à ses faiblesses structurelles. Ce programme, chiffré à 190 Mds de dollars (10% du PIB) prévoit en effet la création de 2,5 millions d'emplois d'ici 2025, le renforcement du filet de sécurité sociale ou encore l'accroissement de l'employabilité des jeunes. Côté offre, l'accent est mis sur la transition digitale – développement des cours de programmation dans

les universités, modernisation des administrations publiques, partenariats publics-privés dans les secteurs de pointe (notamment les batteries) – et écologique (développement d'un système de

mesure des émissions de dioxyde de carbone ainsi qu'un programme de réduction de ces émissions à l'attention de l'industrie). De quoi normalement soutenir la croissance potentielle à moyen terme.

☑ Notre opinion – *Plutôt connue pour son orthodoxie budgétaire (la dette publique coréenne est jusqu'à présent demeurée sous les 50% du PIB, bien en-dessous de la moyenne des autres pays de l'OCDE, la Corée du Sud est en train de mettre en place les bases d'un vrai policy-mix qui tire parti du contexte économique international : une politique monétaire qui, sans être restrictive, devient moins accommodante, afin d'envoyer le signal d'une normalisation totale de l'économie, et une politique budgétaire plus expansionniste, en partie financée par une croissance portée par le commerce extérieur.*

La Corée 2.0 se veut plus verte, plus digitale, mais surtout plus redistributive, vis-à-vis des jeunes ou des PME qui ont de fait peu ou moins profité de l'ouverture du pays. Un défi de taille, car le pays a pris du retard dans ce domaine, mais qui vaut la peine d'être relevé.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Oman : première publication d'un rapport du FMI, le Fonds réclame des mesures fortes

Jusqu'à présent, les autorités omanaises avaient toujours refusé la publication du rapport financier que fait le FMI chaque année sur la situation économique et financière des pays dont il assure le suivi. Le 12 septembre dernier marque donc une date importante pour Oman qui a autorisé cette première publication, sans doute dictée par le changement récent de dirigeant et l'état très préoccupant des finances du sultanat nécessitant plus de transparence.

Effectivement, le Fonds alerte, en termes diplomatiques mais fermes, sur les graves difficultés auxquelles est confronté Mascate : des déséquilibres macro-économiques majeurs depuis 2014 ayant provoqué des déficits externes et public abyssaux et l'explosion des dettes publique et externe à des niveaux quasi insoutenables sans réformes très volontaristes.

Quelques chiffres cités par le FMI suffisent à illustrer la précarité financière du pays :

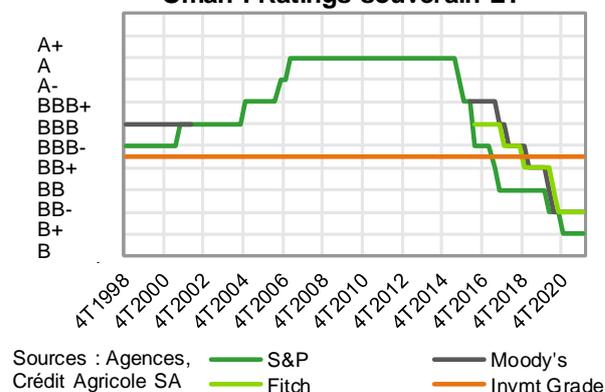
Le PIB du pays s'est contracté de 76,3 à 63,4 Mds USD entre 2019 et 2020 en raison de la pandémie et de la récession. Selon le Fonds, la récession s'est établie à 2,8% en 2020, un chiffre provisoire peu élevé et surprenant compte tenu des performances des pays pétroliers voisins (Arabie saoudite : -4%, Emirats : -6% et Koweït : -9%). Le FMI estime néanmoins que le PIB pourrait presque retrouver son niveau de 2019 cette année (78 Mds USD). Les

déficits budgétaire et courant sont évalués à 19% et 13,7% du PIB en 2020, ce qui a propulsé la dette publique à 81% du PIB et la dette externe à 114% du PIB en 2020. Des niveaux de surendettement très préoccupants.

En ce qui concerne la politique monétaire, le FMI estime que le régime de change de peg au dollar doit être conservé compte tenu de la structure de l'économie tirée par la production de pétrole et de gaz. Et aussi sans doute compte tenu de l'endettement désormais excessif de la dette en devises.

L'évolution du rating souverain illustre les difficultés financières du pays depuis 2014. À ce stade, les marchés et les pays amis ont continué à assurer le financement du souverain.

Oman : Ratings souverain LT



Notre opinion – La publication du rapport du FMI est un signe notable de l'évolution des autorités omanaises pour plus de transparence. Le FMI exprime une confiance mesurée dans les capacités du pays à stabiliser son endettement et à se redresser au cours des prochaines années. Il plaide pour des réformes structurelles radicales pour stabiliser l'endettement et notamment une réforme fiscale plus volontariste qu'actuellement. Le Fonds n'insiste pas assez sur la stabilisation du solde courant qui est très dépendant des prix du pétrole et c'est sans doute la principale fragilité du pays en termes macro-économiques.

Tunisie : nomination d'une nouvelle Première ministre

Plus de deux mois après avoir pris les pleins pouvoirs en suspendant le Parlement et renvoyé le gouvernement, le président Kaïs Saïed vient de procéder à la nomination d'une nouvelle Première ministre. Il s'agit de Najda Bouden, ancienne haut fonctionnaire du ministère de l'Éducation, personne apolitique et inconnue du grand public. La nomination d'une femme à ce poste est une surprise pour la Tunisie et une première au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Elle a pour mission de former un gouvernement, probablement de techniciens, mais on ignore, à ce stade, le degré de latitude dont disposera ce gouvernement pour redresser la situation économique et sociale du pays alors que le

président a indiqué récemment être prêt à gouverner par décrets.

Bénéficiant toujours d'un fort soutien populaire et de la confiance « mesurée » des soutiens financiers internationaux (multilatéraux et pays amis), le président se heurte désormais à un début de contestation de la part de partis politiques d'opposition et des réserves exprimées par le syndicat des fonctionnaires UGTT. Une partie de l'opinion publique commence également à s'impatienter envers l'extension du régime d'exception, alors qu'aucune feuille de route politique n'a encore été proposée à la population tunisienne.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

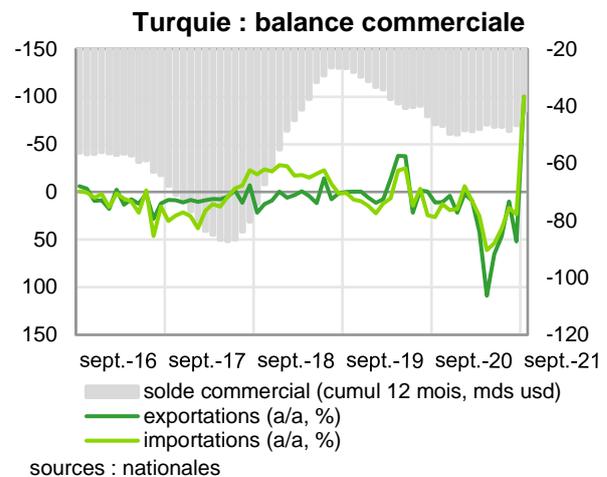
Turquie : n'est pas joueur de poker qui veut...

Le président turc est passé maître, depuis quelques années, d'une « stratégie du choc » qui irrigue toute la politique économique : il aime surprendre ; il aime avoir la main ; il aime profiter des opportunités quand elles s'ouvrent ; il sait plutôt bien choisir son timing pour faire tapis, voire des passages en force... Surtout, il sait que les Occidentaux sont plus adverses au risque et au conflit que lui. C'est valable sur le terrain militaire évidemment, mais sans doute aussi sur des questions financières. Et depuis quelques temps, il faut bien avouer que sa capacité à prendre des risques lui a plutôt rapporté des gains.

Tout cela s'applique pour l'économie comme pour la géopolitique, avec par ailleurs, un doigté certain à savoir jouer en même temps sur les deux tableaux, car les chocs d'ordre financier sont souvent liés à d'autres chocs d'ordre géopolitique. Enfin, ne pas oublier la stratégie profonde, qui là encore irrigue l'économie : la recherche d'une autonomie géopolitique qui conduit à une stratégie résolument multifocale, matinée d'ambitions néo-ottomanes, et appuyée sur un travail islamo-nationaliste en profondeur de la société turque.

Evidemment, être joueur de poker n'est pas donné à tous les pays : cette posture est facilitée par le statut d'État pivot de la Turquie, qui lui ouvre une marge de manœuvre bien particulière. Ainsi, en géopolitique, les Européens ont besoin d'elle (y compris pour la gestion des réfugiés), et c'est un des maillons clés de l'Otan. En économie, les investisseurs restent intéressés par la qualité des entreprises turques et le dynamisme d'un marché que la croissance démographique du pays rend incontournable.

Cela sera plus vrai que jamais en 2021, car la croissance turque va être l'une des plus fortes des pays émergents. La hausse du crédit au secteur privé a évidemment joué un rôle clé (ramenée de 40% a/a en janvier à 20% en juillet), mais les composantes de la reprise sont plutôt équilibrées, avec un investissement aussi dynamique que la consommation et les exportations. Signal encourageant : l'indice PMI est à 54 en août. En bref : l'économie réelle se porte bien, et profite à la fois de la demande intérieure et extérieure. Les exportations bénéficient de la reprise globale, rappelant que la Turquie est un des émergents les plus connectés au cycle manufacturier européen. Les indicateurs de confiance des ménages et des entreprises sont assez élevés.



Dans un contexte où les anticipations sont vacillantes sur la Chine, la Turquie pourrait donc être un client idéal pour des investissements en quête de marchés dynamiques. Cependant, ce type de stratégie doit prendre en compte les risques institutionnels qui s'accumulent dans une économie de plus en plus militarisée et contrôlée.

À rebours...

Ainsi, depuis dix jours, les Turcs ont à nouveau pris de revers toutes les anticipations de marché, d'une part en baissant leurs taux de 100 points de base, à 18%, en dessous d'un taux d'inflation à la hausse, à 19,25%. Bienvenue dans le monde des taux réels négatifs, et dans une théorie économique à rebours, portée par le président *himself*, qui considère que l'augmentation des taux est une des sources de l'inflation. À rebours également des autres pays émergents, notamment la Russie ou le Brésil, qui, au contraire, augmentent leurs taux. Bienvenue, donc, aussi, dans un monde monétaire qui s'annonce très fragmenté.

Deux jours plus tard, les news géopolitiques effacent partiellement la question monétaire de l'actualité avec cette annonce de nouveaux achats de \$400 russes qui se profilent – de quoi relancer des tensions avec les États-Unis et l'Otan. On notera d'ailleurs que les relations économiques Turquie/Russie se développent dans beaucoup de secteurs, par exemple l'agro-alimentaire, Ankara étant devenu le premier client des exportations russes (13% du total devant l'UE, à 12% et la Chine, à 11%).

Le monde de Jack

Quel va être l'impact de cette décision monétaire, qui va sans doute être suivie par d'autres baisses ? Pour l'instant, c'est surtout la monnaie qui a accusé le choc, mais une fois de plus, le risque de liquidité ne semble pas se matérialiser, malgré des remboursements à court terme estimés à 168,7 Mds USD, dont

62,7% pour le secteur privé. De fait, le *roll-over* sur la dette extérieure à court terme témoigne d'une confiance des investisseurs, non pas tant dans la Turquie elle-même, mais dans les entreprises turques.

Les marchés n'ont pas tort car les entrepreneurs, tout comme les citoyens, ont intégré le risque de change comme une composante durable de leur environnement, et ils conserveraient face à cette dette extérieure de l'ordre de 200 Mds USD de devises et d'or. C'est cela qui maintient l'équilibre de solvabilité de ce pays, et crée cette sensation « d'une crise annoncée qui n'arrive jamais », malgré les réserves nettes de la Banque centrale (28 Mds USD) qui sont toujours très insuffisantes (et négatives si l'on inclut les *swaps*). En fait, la dichotomie entre les ratios de liquidité du souverain et ceux des agents privés est perçue par les marchés... qui s'y habituent. En somme, la stratégie du choc serait payante, car ce sont les marchés qui s'adaptent et pas le président turc ! Mais jusqu'où ? En effet, tout cela ne tient que par la confiance des investisseurs : les fondamentaux monétaires et institutionnels sont intrinsèquement dangereux.

L'oublier le serait aussi. L'économie n'a malheureusement rien du haricot magique de Jack.

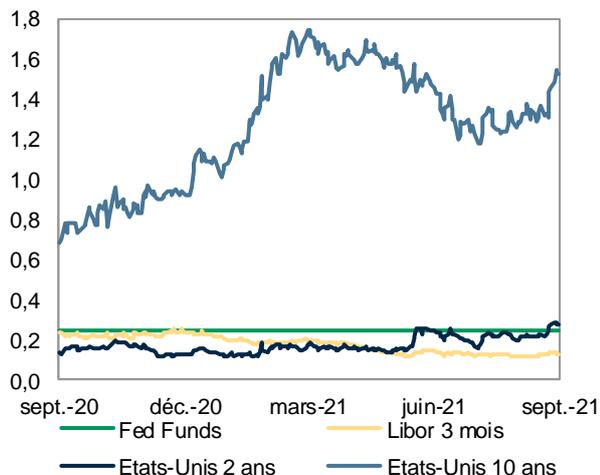
De l'inflation, encore plus d'inflation

La baisse des taux va certainement augmenter l'inflation, n'en déplaise au président. Par l'inflation importée bien sûr, et par les anticipations de hausse de prix, qui étaient déjà élevées. Cela va aussi accélérer la dollarisation des dépôts, qui est un des points d'inquiétude du président, car il n'arrive pas, pour l'instant, à la stopper. Dans un contexte où les taux d'utilisation des capacités industrielles sont élevés (proches de 80%) ; où la pression de la demande est forte ; où les chaînes de valeur sont contraintes ; tout cela laisse redouter une hausse encore plus rapide des prix à la production, qui sont déjà à 45,5% en rythme annuel. Dans un pays qui a connu de nombreux épisodes de forte inflation, les anticipations vont être difficiles à tenir, et les enchaînements d'indexation de forte inflation peuvent se mettre en place. Bon courage à la Banque centrale pour respecter ses objectifs, centrés sur une inflation sous-jacente qui frôle pour l'instant les 17%...

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

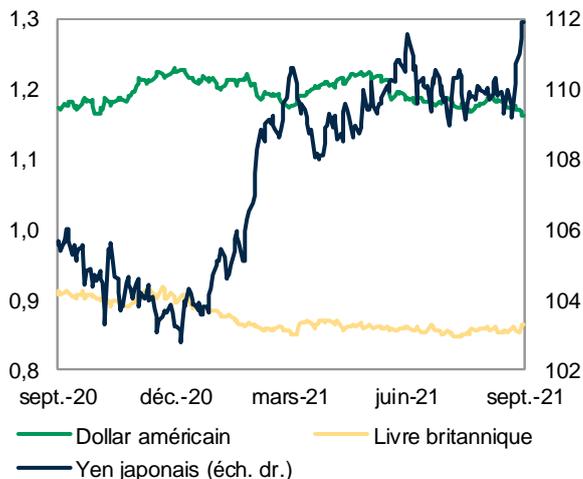
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

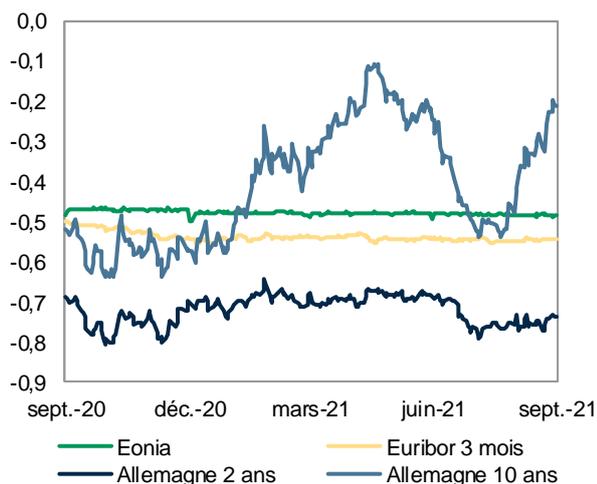
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

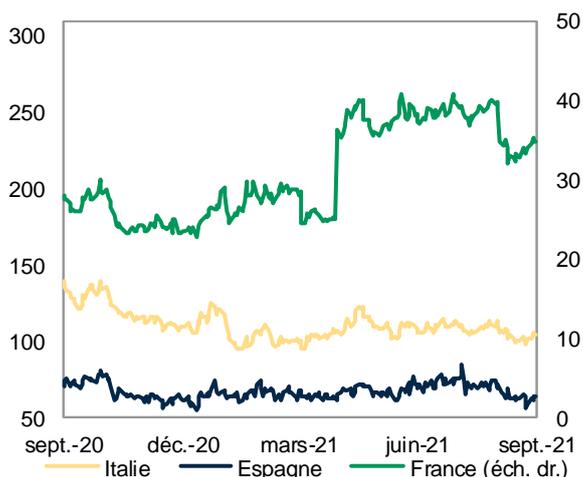
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

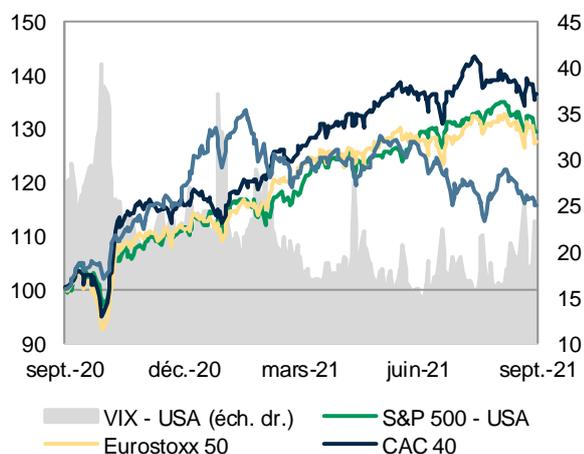
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

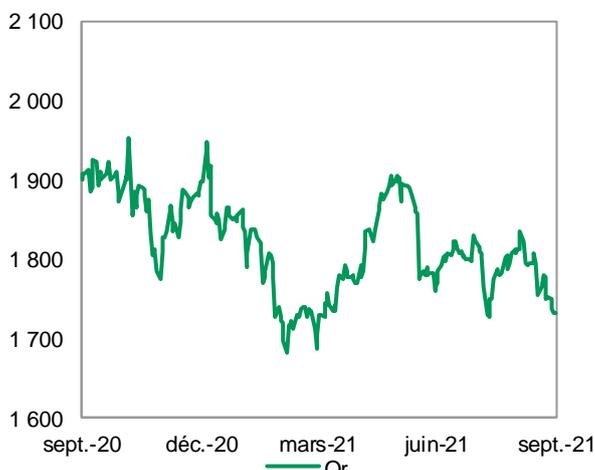
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

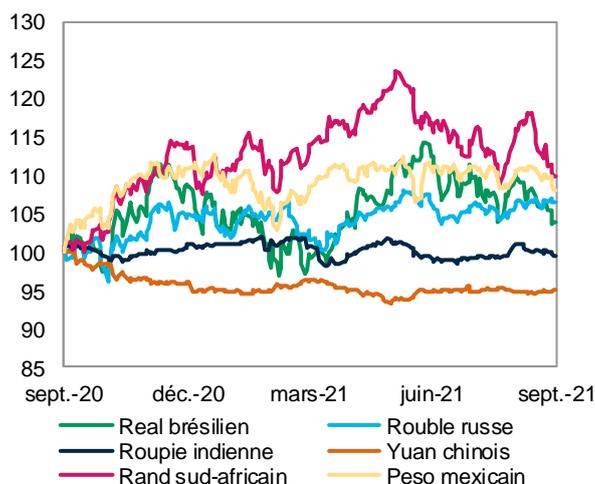
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

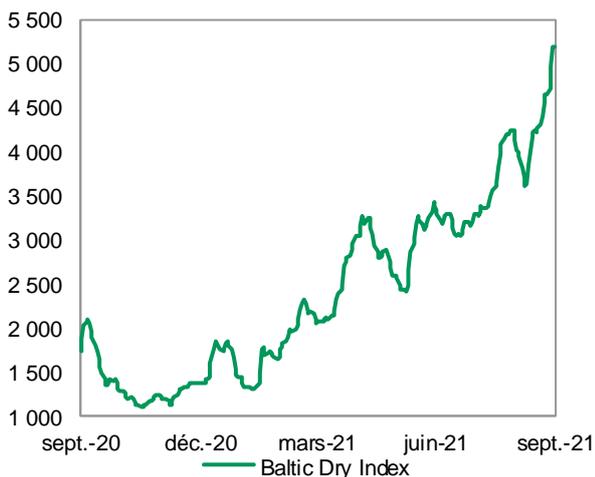
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

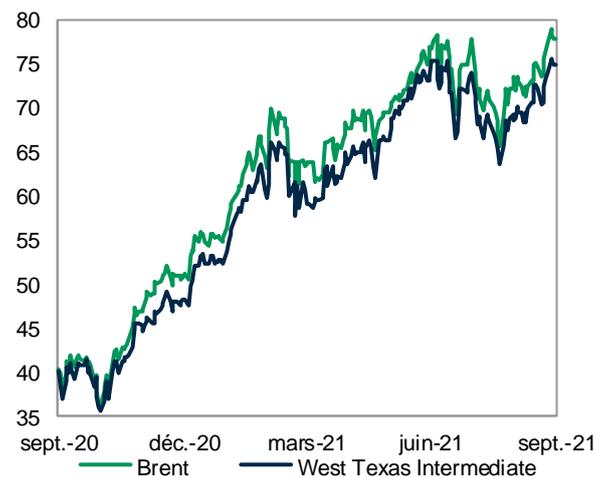
Baltic Dry Index (USD/point)



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

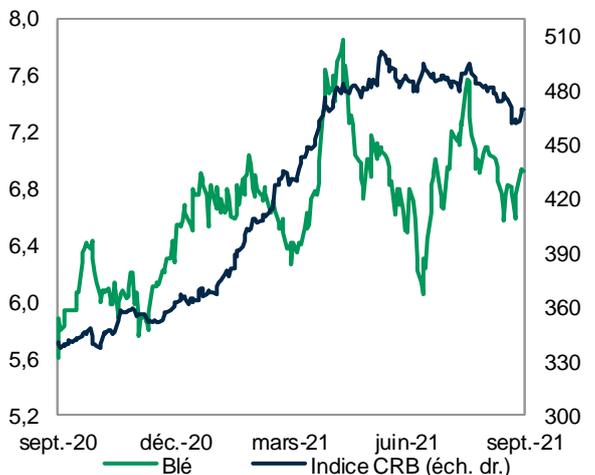
USD/tonne métrique



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
29/09/2021	Pologne et Hongrie – Le plan de relance de la discorde	PECO
29/09/2021	France – Projet de loi de finances 2022 : nette réduction du déficit public et soutien continu à la croissance	France
28/09/2021	Émirats arabes unis – Une reprise assez poussive en 2021, mais plus vigoureuse en 2022	Émirats arabes unis
27/09/2021	Zone euro – L'Europe attend son nouveau leader	Europe
24/09/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
23/09/2021	Russie – Résiliente et immobile	Russie
23/09/2021	Chine – Doit-on s'inquiéter du ralentissement de la croissance ?	Asie
21/09/2021	Avenir de l'Europe - L'union bancaire : stabiliser et solidifier les banques européennes	Banques, Europe
21/09/2021	Zone euro – La production industrielle se redresse en juillet	Zone euro
21/09/2021	Royaume-Uni – L'inflation atteint 3,2% en août et devrait grimper vers 4% au T4	Royaume-Uni
17/09/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde

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.