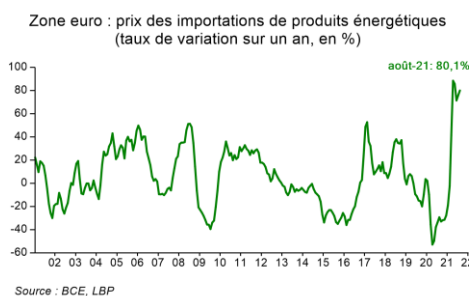


9 novembre 2021

Un environnement économique plus hétérogène sur fond de crise énergétique qui ne dit pas son nom

- **Si la croissance a été forte en zone euro au 3^{ème} trimestre, plus particulièrement en France, l'économie chinoise a enregistré sur la même période une très faible augmentation de son PIB, alors que cette dernière a été très modérée outre-Atlantique.** Ces disparités reflètent de nombreux facteurs (conditions sanitaires, aléas climatiques, degré d'avancement du rattrapage par rapport à l'avant crise). Les trajectoires à venir ne seront d'ailleurs pas forcément aussi linéaires que ce à quoi on pouvait s'attendre. Une réaccélération de la croissance est possible aux Etats-Unis d'ici la fin de l'année ou au début de l'année prochaine en Chine alors qu'au contraire le pic de croissance a sans doute été touché cet été en zone euro.
- **Après avoir été à l'avant-garde de la reprise mondiale au cours de la seconde partie de 2020, les entreprises industrielles font face à des contraintes d'approvisionnement qui les empêchent de tourner à plein régime.** Du coup, la production industrielle mondiale et le commerce international plafonnent. Combien de temps ces distorsions vont-elles durer ? Difficile de le dire. **Le coût du transport par voie maritime des containers, qui a explosé depuis un an et demi, paraît avoir touché un point haut.** Serait-ce un premier signe de détente des tensions en cours ? A l'inverse, **la normalisation de la vie sociale a permis un redressement de l'activité dans les services, surtout en Europe.**
- **L'inflation reste très élevée outre-Atlantique alors qu'elle est plus limitée en zone euro si l'on fait exception de certains effets de base** (profil du taux de TVA en Allemagne). Les dynamiques de prix sont aussi très différentes d'un secteur à l'autre. La hausse des prix de l'énergie (du pétrole mais aussi du gaz, du charbon, de l'électricité) explique une large partie de la hausse de l'inflation. Dans la zone euro, les prix à l'importation de produits énergétiques étaient en hausse de 80 % sur un an en août, du jamais vu depuis 20 ans !
- **La Fed vient d'annoncer qu'elle va réduire progressivement ses achats d'actifs** avant de les interrompre mi-2022. Viendra alors seulement le temps d'un début de remontée du taux directeur. De son côté, la BCE se veut prudente et pragmatique. Elle devrait mettre fin à son programme de lutte contre la pandémie en mars prochain mais une baisse brutale du montant des achats de titres est exclue.



Alain Henriot

(contributeurs P. Aurain, M. Blanchet et F. Deschard)

Pour recevoir automatiquement nos publications par mail, abonnez-vous !

[CLIQUEZ ICI](#)

FRANCE / ZONE EURO – Le pic de croissance a été dépassé, pas celui de l’inflation

Au 3^{ème} trimestre, le PIB de la zone euro a progressé de 2,2 % quasiment au même rythme qu’au 2^{ème} trimestre. Parmi les grands pays, la France réalise la meilleure performance (+ 3 %) suivie par l’Italie (+2,6 %), l’Espagne (+2,0 %) et l’Allemagne (+1,8 %) qui, dans le contexte actuel, est pénalisée par le prisme industriel de son activité. Certains « petits » pays connaissent une vive croissance (Autriche + 3,3 %, Portugal + 2,9 %) alors que les pays Baltes souffrent de la léthargie de l’économie russe.

En octobre, les indices de climat des affaires (PMI) se replient, tant dans les services que dans l’industrie. Ils se situent cependant encore à un **niveau élevé**. Les chefs d’entreprise indiquent par ailleurs une hausse de leurs prix de vente. Ces tensions sont nettement plus prégnantes dans l’industrie que dans les services. Dans ce secteur, elles sont malgré tout au plus haut depuis que la série existe.

En octobre, l’inflation accélère encore à 4,1 % sur un an en zone euro (3,4 % en septembre). Cela tient d’abord à la fermeté des prix de l’énergie (+23,5 % sur un an). L’effet de base en Allemagne (normalisation du taux de TVA qui avait été abaissé en juillet 2020 pour faire face à la crise) joue toujours. La hausse des prix des services se renforce un peu malgré tout (+2,1 % sur un an en octobre après +1,7 % en septembre).

Prix de Vente



Source : IHS Markit

Lors du Conseil des gouverneurs du 28 octobre, la BCE a réaffirmé sa « doctrine » en matière d’évolution de l’inflation : un renforcement temporaire avec une décade courante 2022. Une inflation attendue par ailleurs sous les 2 % à moyen terme, ce qui ne milite pas pour une remontée précoce des taux directeurs contrairement aux anticipations des investisseurs. La cible des achats d’actifs reste inchangée (1 850 Md€) mais le rythme des achats pourrait être un peu plus faible qu’aux 2^{ème} et 3^{ème} trimestres. **Une fois que le PEPP** (programme mis en place pour lutter contre les effets négatifs de la pandémie) **sera arrivé à son terme (normalement mars 2022), la BCE devrait ralentir le rythme de ses achats d’actifs. Mais un ajustement brutal semble exclu.** Techniquement, elle devrait accroître ses achats de titres dans le cadre du programme APP, en adaptant peut-être les modalités pour se donner plus de souplesse.

France : du mieux dans les services, l’industrie contrainte

En octobre, le climat des affaires s’améliore un peu. Dans tous les grands secteurs d’activité, il reste bien supérieur à sa moyenne de longue période. **Une nette amélioration intervient dans les services. Dans l’industrie, le climat des affaires est stable. Les carnets de commandes sont mieux garnis mais les soldes d’opinion relatifs à la production fléchissent en raison des contraintes d’offre.** Bien que se situant à un niveau élevé le climat des affaires s’effrite un peu dans le bâtiment. Dans le commerce de détail, le climat des affaires est en légère amélioration.

Au 3^{ème} trimestre, le PIB progresse de 3% après 1,3 % le trimestre précédent et revient ainsi quasiment à son niveau d’avant crise. Si la production de biens recule légèrement - la production de matériel de transport (automobile et aéronautique) se situait en septembre 30 % sous son niveau de février 2020 - **celle de services bondit**, sous l’effet de l’effacement des contraintes sanitaires (notamment l’activité de l’hôtellerie-restauration dont la progression explique à elle seule la moitié de la croissance du PIB !). Avec un environnement européen plus porteur, **les exportations se redressent (notamment les flux touristiques) alors que les importations plafonnent** (conséquence des distorsions dans l’approvisionnement en biens). L’investissement des entreprises plafonne au 3^{ème} trimestre mais il se situe au-dessus de son niveau d’avant crise.

Au 3^{ème} trimestre, les effectifs salariés dans le secteur privé augmentent de 0,5 %. Ils se situent **0,9 % au-dessus du 4^{ème} trimestre 2019.** En septembre le nombre de demandeurs d’emploi sans activité atteint 3 254 000. Il est pratiquement revenu au niveau d’avant crise. Le nombre de demandeurs total (y compris les personnes exerçant une activité réduite) recule continûment depuis l’été 2020 mais à 5 510 000 il est encore supérieur d’environ 125 000 à février 2020. Les sorties de Pôle emploi pour cause de reprise d’activité sont en forte progression.

L’inflation atteint 2,6 % sur un an en octobre (2,2 % en septembre et 1,9 % en août,) sous l’effet d’une vive accélération des prix de l’énergie (+20,1 % sur un an). Les prix des produits manufacturés restent sages (0,3 %) tout comme ceux des produits alimentaires (0,6 %). La hausse se renforce dans les services (1,8 %).



Source : Banque de France, calculs LBP

ETATS-UNIS – A la recherche d'un nouveau souffle

La vague pandémique est en nette régression. Au 26 octobre 66 % de la population était primo-vaccinée. **La croissance du PIB (0,5% t/t) a déçu au 3^{ème} trimestre** sous l'effet combiné de la vague Delta, des goulets d'étranglement et de la ponction de l'inflation sur le pouvoir d'achat avec une baisse du revenu réel de 1,4 % malgré la hausse des salaires reflétant la substitution de ceux-ci aux aides sociales (hausse de 4,2 % sur un an des salaires bruts. La consommation ne progresse que de 0,4 %, (+2% pour les services mais -1,3% pour les biens) Les effets d'offre ont été considérables : les dépenses en automobiles des ménages reculent de 17 % (contribution de -0,4 point au PIB). **Le taux d'épargne baisse à 7,5%** (plus bas depuis décembre 2019). **Les indices PMI d'octobre signalent néanmoins une activité dynamique.** Le PMI manufacturier est en légère baisse mais le PMI services est en forte hausse. L'indice Michigan montrait une hausse de la confiance des ménages (baisse du Covid, hausse de l'emploi). Pénalisées par les retards le long des chaînes d'approvisionnement et les prix élevés des matériaux et de la main-d'œuvre, **les mises en chantier résidentielles ont baissé** de 1,580 million (chiffre annualisé) en août à 1,555 million en septembre. Le parc des biens à vendre n'atteignait que 1,27 million (sans correction des effets saisonniers), soit -13.0 % sur un an, au plus bas pour un mois de septembre. Les ventes de logements neufs ont bondi de 14.0% m/m en septembre, à un niveau inégalé depuis six mois. **L'indice Case-Shiller des prix immobiliers augmente de 19,7% en septembre**, affichant une inflexion vers une moindre progression (1,2 % sur le mois).

Le marché du travail est assez paradoxal avec un taux de chômage en baisse à 4,6 % en octobre mais des démissions en forte hausse. En octobre, 531 000 créations nettes d'emploi ont été enregistrées. Le taux de participation reste bas (plus de 3 millions de personnes sont sorties du marché du travail depuis le début de la crise).

L'inflation est ressortie à 5,4 % en septembre (4 % pour l'indice sous-jacent), semblant rester sur un plateau, soutenue par des coûts de l'énergie en hausse.

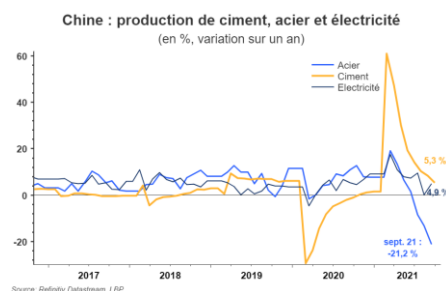
Le Congrès a adopté un plan « infrastructures » de 1 200 Md\$ auquel pourrait s'ajouter un plan de réformes sociales de 1 750 Md\$. De son côté, **la Fed a annoncé début novembre une réduction de 15 Md\$ par mois de ses achats d'actifs** (120 Md\$ aujourd'hui).

CHINE – Coup de froid sur la croissance

Le PIB en volume a augmenté de 4,9 % sur un an, après +7,9 % au 3^e trimestre. La progression trimestrielle n'a été que de 0,2 % (cvs) après +1,2 %. Le ralentissement observé concerne l'ensemble de la demande interne.

La production industrielle a ralenti en septembre (+3,1 % sur un an, après +5,3 % au mois d'août). **Les entreprises chinoises font face à des perturbations logistiques, à la flambée du coût des matières premières ainsi qu'à d'importantes coupures d'électricité en raison d'une crise énergétique.** Les

ventes au détail en valeur ont rebondi en septembre (+4,4 % sur un an après +2,5 %) alors que les restrictions liées à la pandémie demeurent importantes et varient au gré des reprises de l'épidémie.



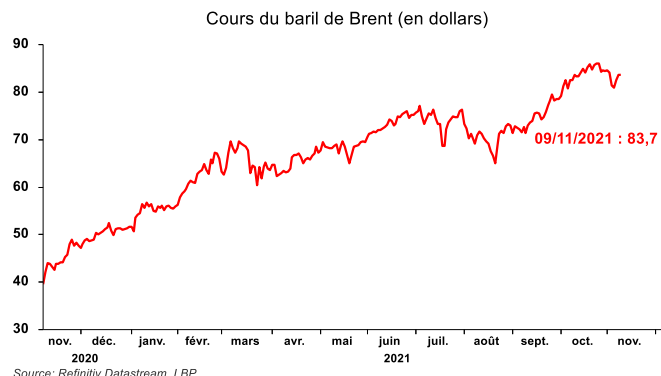
La crise énergétique est toujours en cours. Des inondations dans la région du Shanxi ont entraîné la fermeture de 60 mines de charbon. Le prix de la tonne de charbon a atteint des records historiques et les compagnies de production d'électricité sont autorisées à augmenter leurs tarifs pour ne pas tourner à perte. **En raison d'une électricité disponible inférieure aux besoins, celle-ci devrait continuer à être rationnée** (72 % de la production d'électricité est assurée par le charbon, 14 % par l'hydraulique et 7 % par l'éolien).

PAYS EMERGENTS – Une industrie au ralenti

La situation sanitaire s'améliore. Hormis en Russie où l'épidémie reste dynamique, le nombre de cas évolue maintenant à des bas niveaux dans les économies émergentes. Les campagnes de vaccination s'intensifient mais la couverture reste très hétérogène entre zone. La couverture vaccinale est élevée en Amérique du Sud, augmente en Asie émergente mais reste encore à des niveaux insuffisants. La campagne de vaccination reste très faible en Russie. **L'activité industrielle dans les économies émergentes est au ralenti depuis le printemps.** Les pénuries (semi-conducteur surtout) et les goulets d'étranglement (fret maritime) pénalisent aussi l'activité des économies émergentes. Les difficultés du secteur automobile pèsent particulièrement sur la production industrielle au Brésil qui recule de -6,5 % en septembre par rapport à janvier. Des signaux plus positifs s'observent en revanche à court terme en Asie émergente avec le relâchement des mesures sanitaires. L'indice PMI manufacturier ASEAN rebondit (à 53,6) au-dessus du seuil d'expansion théorique. **En Turquie, la croissance se fait au prix de déséquilibres.** En dépit des fortes pressions inflationnistes (+19,6 % en septembre), la banque centrale a baissé son taux directeur de 200 pbb sous la pression du gouvernement. Touchée dans son indépendance, cette baisse s'est accompagnée d'une forte chute de la Livre (+29 % face au \$ depuis le début de l'année). **Au Brésil, l'inflation augmente encore à un très haut niveau en septembre (+10,2 % après +9,7 %).** Avec le prix des énergies, c'est aussi la hausse des prix des denrées alimentaires qui expliquent ces évolutions à court-terme. Dans ce contexte, la fin des aides aux soutiens aux ménages début novembre risque de creuser les inégalités. Pour y répondre, la BCB accélère son rythme de resserrement monétaire et augmente à nouveau le taux directeur de 150 pbb (à 7,75 %). Il passerait au-dessus du « taux neutre ».

PETROLE – Prix du baril en hausse

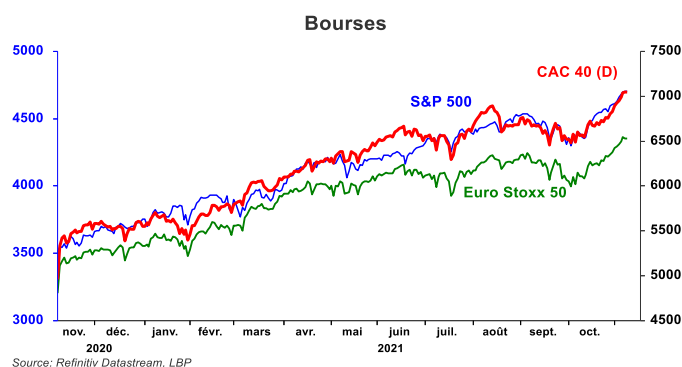
Le cours du baril de Brent s'établissait à plus de 84\$ fin octobre (en hausse de plus de 5\$ par rapport à la fin du mois de septembre). **Du côté de la demande de pétrole, les perspectives sont bien orientées.** La flambée des cours du gaz entraîne une hausse de la consommation de pétrole, qui devient dans ce contexte une source alternative possible pour la production d'électricité, notamment en Asie. **Face à cette hausse de la consommation, l'offre limitée soutient le cours du Brent.** En dépit des demandes des Etats-Unis, du Japon mais également de l'Inde, l'OPEP+ ne semble pour l'instant pas prévoir d'augmenter sa production. Le niveau relativement bas des stocks américains contribue à la hausse du prix du baril.



BOURSE – Maintien d'une dynamique de hausse

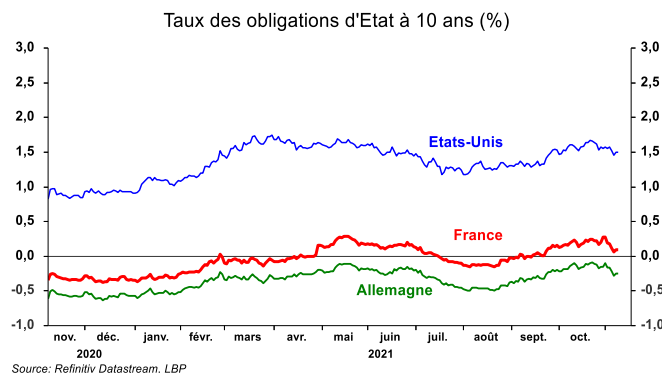
Les indices boursiers sont en forte hausse sur le mois d'octobre (+5,6 % pour le CAC 40, +7,9% pour le S&P 500).

Ils ont été soutenus par des publications de résultats financiers des entreprises de bonne qualité et une détente sur le dossier *Evergrande*. Aux Etats-Unis, sur 72% de résultats publiés (au 3/11), 81% battent le consensus. En zone euro, 60 % battent le consensus sur 12 des résultats publiés.



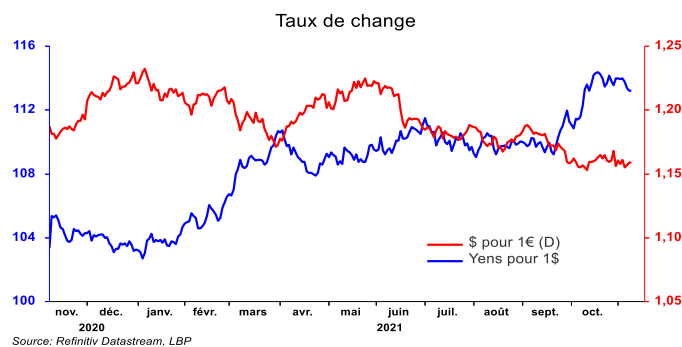
TAUX A LONG TERME – Remontée en octobre avant une détente récente

Les taux longs ont incorporé progressivement une prime d'inflation courant octobre. Ils augmentent de 10 pb environ sur le mois pour l'OAT 10 ans (qui a terminé le mois à 0,28 %) et le Bund. La hausse est en effet imputable sur le mois au point-mort d'inflation qui prend 11 pb sur l'OAT 10 ans (à 1,87 %). **Début novembre, les investisseurs ont considéré que les annonces récentes des banques centrales devraient conduire à un prolongement de politiques monétaires encore longtemps accommodantes, ce qui s'est soldé par un repris des taux longs.**



CHANGE – Un euro un peu plus faible

Courant octobre, l'euro s'est affaibli sous l'effet d'un élargissement de l'écart de taux long avec les Etats-Unis en relation avec les anticipations de politiques monétaires.



REPERES

BOURSE

	NIVEAUX			PERFORMANCE			
	Plus bas en 2021	Plus haut en 2021	05/11/21	en monnaie locale		en euros	
				En 2020	Depuis le 1/1/2021	En 2020	Depuis le 1/1/2021
ETATS-UNIS							
Dow Jones	29 983	36 328	36 328	7,2%	18,7%	-1,6%	25,3%
S&P 500	3 701	4 698	4 698	16,3%	25,1%	6,7%	32,1%
Nasdaq Composite	12 609	15 972	15 972	43,6%	23,9%	31,8%	30,9%
JAPON							
Nikkei 225	27 013	30 670	29 612	16,0%	7,9%	12,0%	4,0%
ZONE EURO							
Euro Stoxx 50	3 481	4 363	4 363			-5,1%	22,8%
France (CAC 40)	5 399	7 041	7 041			-7,1%	26,8%
Allemagne (Dax 30)	13 433	16 054	16 054			3,5%	17,0%
Espagne (IBEX 35)	7 758	9 281	9 131			-15,5%	13,1%
Italie (FTSE MIB)	21 573	27 796	27 796			-5,4%	25,0%
EUROPE							
FTSE 100 (RU)	6 407	7 304	7 304	-14,3%	13,1%	-19,0%	17,8%
Stoxx	396	483	483			-4,0%	21,2%
MONDE							
MSCI-Monde	2 662	3 232	3 232	14,1%	20,2%	4,7%	26,9%
MSCI-Emerging Markets	1 221	1 445	1 264	15,8%	-2,1%	6,3%	3,4%

TAUX À LONG TERME

Taux à 10 ans	déc-20	oct-21	29-oct	05-nov
Allemagne	-0,57	-0,15	-0,15	-0,28
France	-0,33	0,20	0,28	0,06
Italie	0,54	0,91	1,14	0,88
Espagne	0,05	0,50	0,62	0,41
Etats-Unis	0,93	1,58	1,56	1,45
Japon	0,02	0,08	0,09	0,06
Royaume-Uni	0,26	1,10	1,04	0,85

TAUX DE CHANGE

Taux de change	déc-20	oct-21	29-oct	05-nov
1 euro = ... dollars	1,22	1,16	1,16	1,16
1 euro = ... yens	126,27	131,20	131,92	131,06
1 euro = ... sterling	0,90	0,85	0,84	0,86
1 dollar = ... yens	103,75	113,15	114,00	113,40
1 sterling = ... dollars	1,35	1,37	1,37	1,35
1 dollar = ... yuans	6,54	6,42	6,41	6,40

Pour s'abonner à nos publications :



[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)

Direction Finance et Stratégie – Direction des études économiques :

Philippe Aurain, Directeur des études économiques

Alain Henriot, Responsable des études économiques

Maël Blanchet, Économiste

Flore Deschard, Économiste

Ranto Rabeantoandro, Chargé d'études statistiques sur les marchés de l'épargne, du crédit et de l'immobilier

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Etudes Economiques de La Banque Postale. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. La Banque Postale ne saurait donc encourir aucune responsabilité du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.

www.labanquepostale.com

La Banque Postale – Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 6 585 350 218 euros
Siège social et adresse postale : 115 rue de Sèvres – 75 275 Paris Cedex 06
RCS Paris 421 100 645 – Code APE 64 19Z, intermédiaire d'assurance, immatriculé à l'ORIAS sous le n° 07 023 424