
Eco 360

Octobre 2021

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Études Économiques 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.



Vue d'ensemble

Ombres chinoises

- **Les difficultés financières d'Evergrande ont secoué les marchés financiers** mais pour l'instant personne ne veut croire à un nouveau *Lehman*. Les investisseurs tablent sur une intervention des autorités chinoises mais ces dernières ne veulent pas se précipiter pour créer un aléa moral. **Les difficultés du géant chinois de l'immobilier témoignent néanmoins de l'hypertrophie de ce secteur dans l'économie chinoise. La principale conséquence sera très certainement un net ralentissement de l'activité dans la construction.** Cela va s'ajouter à plusieurs freins qui pèsent sur la croissance chinoise actuellement : ressaut localisé de l'épidémie, contraintes fortes sur la disponibilité d'énergie liées à la nécessité de respecter les normes d'émissions de CO2 et au renchérissement du prix du charbon, difficultés d'approvisionnement en composants pour l'industrie. **La production industrielle chinoise recule ainsi depuis le début de l'année, ce qui est très inusuel.**
- Cela n'est pas sans implication sur le reste du monde, comme en témoigne le **plafonnement des échanges mondiaux ces derniers mois**, qui contraste avec le vif rebond de la seconde partie de l'année 2021. **Les dernières enquêtes de conjoncture confirment ainsi un certain freinage de la croissance aux Etats-Unis et en zone euro, surtout dans l'industrie.**
- Si des signes de modération ont été perçus en juillet outre-Atlantique, la question de l'inflation continue à tarauder les esprits. **Les contraintes d'approvisionnement et les goulets d'étranglement se traduisent en hausse des prix.** Le prix du pétrole a ainsi dépassé son niveau d'avant crise. En Europe, c'est l'accélération du prix du gaz et de l'électricité qui inquiète. **Comment les ménages vont-ils s'adapter ? Vont-ils puiser dans l'épargne accumulée depuis un an et demi ou vont-ils modérer leurs achats ? Cela sera déterminant pour le profil de la croissance dans les prochains mois. Les pénuries jouent aussi directement sur l'offre de produits disponibles à la vente au stade du commerce de détail, ce qui semble freiner certaines dépenses des ménages.**
- Dans ce contexte compliqué, les banques centrales commencent à préciser le profil que devrait prendre la modération du soutien monétaire dans les mois à venir. **La Fed devrait être la première à s'engager dans une réduction des achats d'actifs, fin 2021 ou au plus tard début 2022. La BCE devrait lui emboîter le pas avec quelques mois de décalage.** Les banques centrales vont devoir donner le signal qu'elles restent attentives à une inflation plus forte mais sans donner l'impression de trop vouloir se précipiter. **Pour l'instant, les anticipations d'inflation des investisseurs restent encore sous contrôle. Le risque est évidemment qu'elles ne s'ajustent un peu trop brutalement à la hausse à un moment donné,** ce qui aurait pour conséquence une remontée plus vive qu'attendu des taux d'intérêt à long terme. C'est la lourde tâche des banques centrales aujourd'hui que de normaliser en douceur sans laisser penser qu'elles ne sont pas capables de garder le cap de leur cible d'inflation à long terme.

Tendances mondiales

Qui de l'offre ou de la demande contraint l'autre ?

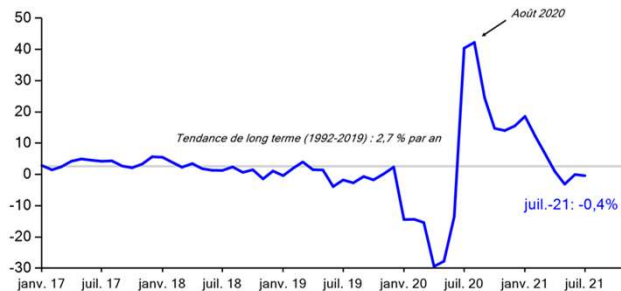
■ A retenir

- La production industrielle mondiale n'a quasiment pas progressé depuis le début de l'année. Cela tient à un certain essoufflement du rattrapage dans certains pays et aussi aux contraintes qui pèsent sur l'offre (en particulier l'approvisionnement en semi-conducteurs). La production recule depuis début 2021, ce qui est très inusuel.
- L'indice PMI dans le secteur manufacturier se stabilise en septembre au niveau d'août qui constituait un point bas de six mois. Il se situe toutefois à un niveau historiquement élevé.
- Le commerce mondial plafonne aussi (décélération de l'activité industrielle et contraintes de transport, notamment maritime).
- L'inflation s'est maintenue à un niveau élevé aux Etats-Unis et a accéléré en Europe (en partie sous l'effet de facteurs techniques). L'inflation sous-jacente reste toutefois nettement plus mesurée de ce côté-ci de l'Atlantique.

A surveiller

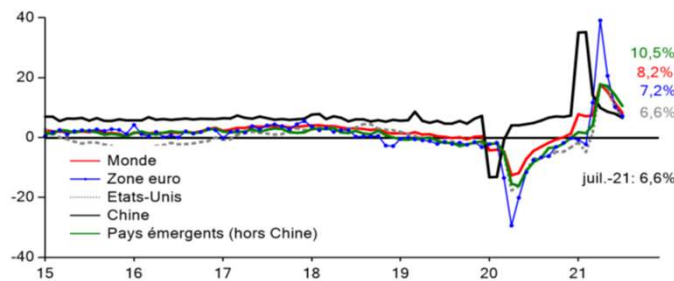
- Les progrès en matière de vaccination ont été spectaculaires dans certains pays européens, la part de la population totalement vaccinée dépassant celle observée aux Etats-Unis. Très en retard au début de l'été, le Japon accélère également et dépasse même les Etats-Unis aussi. Cela devrait permettre d'éviter que l'économie ne se retrouve encore sous contrainte. Le taux de vaccination dans certains pays émergents progresse mais il reste très faible dans les pays les plus pauvres, ce qui est un risque de constituer un « réservoir » du virus et de futurs variants.
- Les difficultés d'approvisionnement pourraient perdurer avec des effets en chaîne liés à l'interruption obligée de certaines productions (par exemple dans l'automobile) qui peuvent se répercuter sur les fournisseurs.

Production industrielle mondiale
(taux de variation sur 3 mois, annualisé, %)



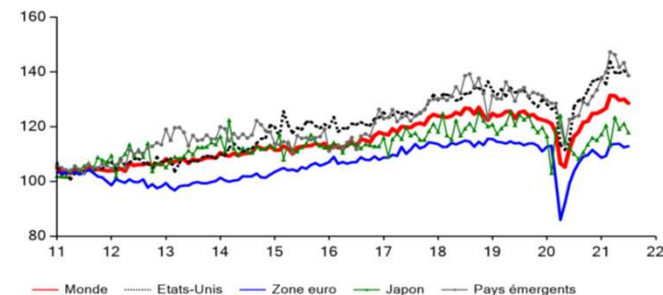
Source : IHS, LBP

Production industrielle mondiale (hors construction)
(taux de variation sur un an, en %)



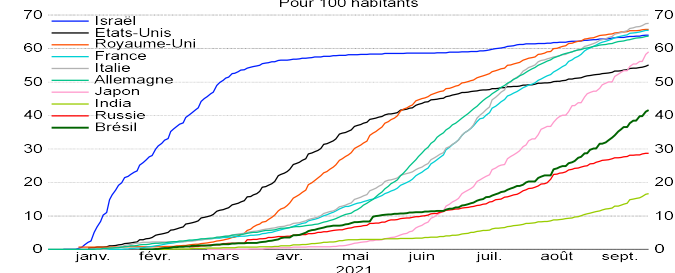
Source : CPB, LBP

Importations de marchandises en volume (2010=100)



Source : CPB, LBP

Covid-19 Vaccination : pleinement vaccinés
Pour 100 habitants



Source : Refinitiv Datastream, LBP

Pétrole & matières premières

Tensions sur les prix de l'énergie

■ Pétrole :

Le cours du baril de Brent s'établissait à plus de 78\$ le 29 septembre (en hausse de plus de 5\$ par rapport à la fin du mois d'août). Les prix du pétrole sont orientés à la hausse en raison d'une hausse des perspectives de demande et d'une offre limitée.

Du côté de la demande, les perspectives sont bien orientées, et ce malgré des craintes quant à un éventuel regain de l'épidémie de Covid-19 ou bien à la faillite du géant chinois *Evergrande*. L'annonce de la réouverture des frontières des Etats-Unis au 1^{er} novembre 2021 a ainsi soutenu le prix du baril. Par ailleurs, **la flambée des cours du gaz pourrait entraîner une hausse de la consommation de pétrole**, qui devient dans ce contexte une source alternative possible pour la production d'électricité, notamment en Asie. Les centrales électriques au pétrole représentent 6 % des capacités électriques totales dans le monde (vs 24 % pour le gaz naturel).

Face à cette hausse de la consommation, l'offre limitée soutient le cours du Brent. L'OPEP+ n'a pas produit autant en août que le prévoit l'accord. En particulier, en Angola et au Nigeria, les deux principaux pays africains exportateurs de pétrole, la production pâtit d'investissements insuffisants et de problèmes de maintenance. Du côté des Etats-Unis, la production dans le golfe du Mexique est repartie de manière progressive mais l'impact aura été important (27,4 millions de barils non produits d'après Commerzbank). Enfin, la **baisse des stocks américains tout au long du mois** a également contribué à la hausse du prix du baril.

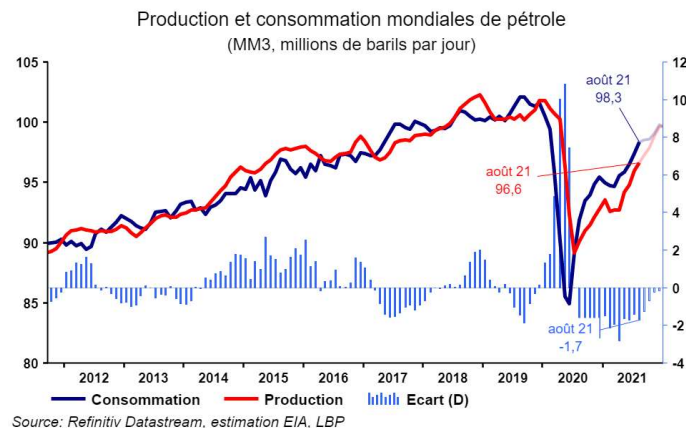
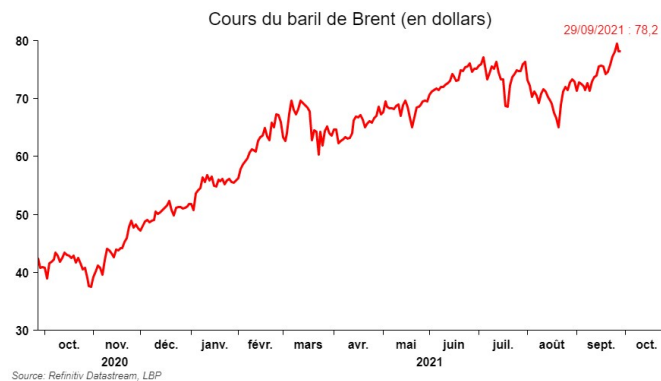
Autres matières premières :

- **Le cours des matières premières industrielles a augmenté en septembre sous l'effet de la poursuite de la hausse du cours de l'aluminium alors que le cours du cuivre marque le pas.** Les mesures prises par les autorités chinoises afin de limiter la consommation d'énergie dans le secteur avaient entraîné une hausse des cours. Celle-ci a été encore accentuée suite au **coup d'Etat en Guinée le 5 septembre 2021**. La Guinée est en effet le deuxième producteur mondial de bauxite, minerai principal de l'aluminium. Le cours de la tonne d'aluminium a augmenté de près de 50 % depuis le début de l'année.

- Le cours des matières premières agricoles a peu augmenté par rapport à la fin du mois d'août.

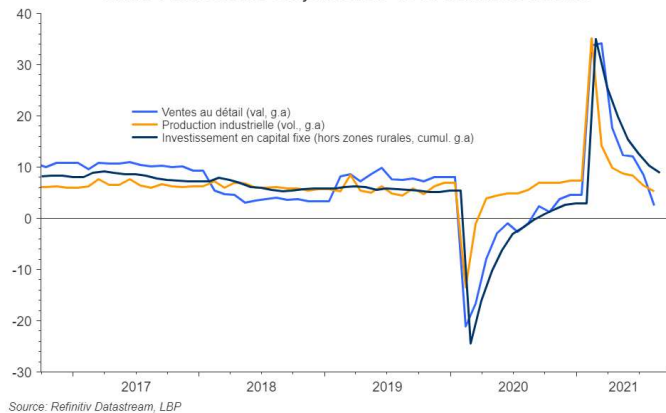
■ À surveiller

- Evolution des prix du gaz dans les semaines à venir

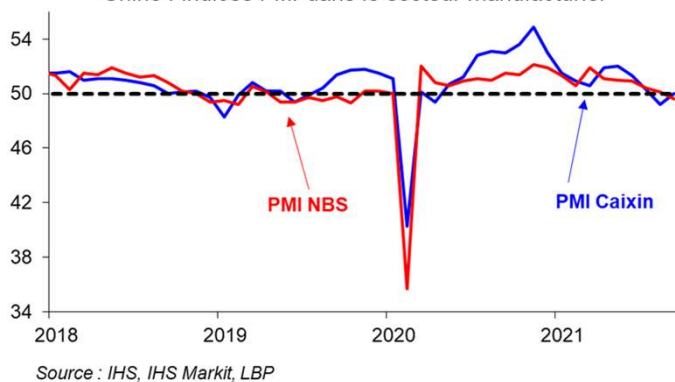


Chine

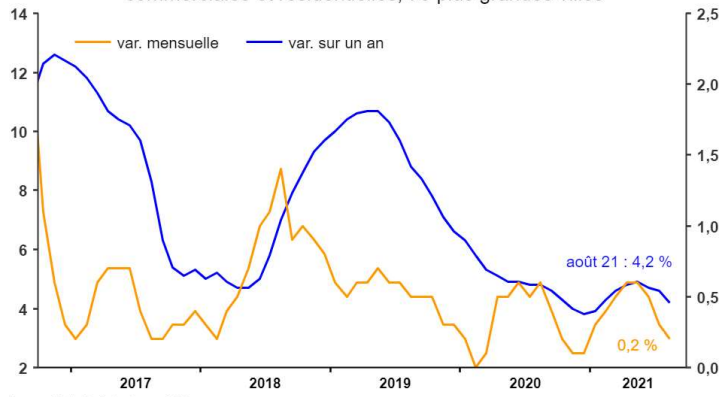
Chine : indicateurs conjoncturels de la demande interne



Chine : Indices PMI dans le secteur manufacturier



Chine : Prix des constructions neuves commerciales et résidentielles, 70 plus grandes villes



Les difficultés s'accumulent

■ A retenir

– Les indicateurs conjoncturels portant sur le mois d'août confirment le **ralentissement économique débuté au cours des mois précédents**. La production industrielle a de nouveau ralenti avec une augmentation de 5,3 % sur un an, après +6,4 % en juillet. L'investissement marque également le pas avec une croissance de 8,9 % sur les 8 premiers mois de l'année (par rapport à janvier-août 2020) après +10,3 % sur la période janvier – juillet. Les ventes au détail en valeur ont augmenté de 2,5 % sur un an, soit leur plus faible croissance depuis un an.

Les regains de l'épidémie au cours de l'été dans différentes régions et les restrictions associées ont continué à peser sur la consommation des ménages. Les entreprises chinoises font toujours face à des perturbations logistiques, à la pénurie de semi-conducteurs ainsi qu'aux restrictions imposées par les autorités sur les industries les plus polluantes. En particulier, la production d'aluminium a reculé pour le 4^e mois consécutif en août et la production d'acier a reculé de plus de 13 % sur un an.

– En septembre, l'indice PMI officiel indique une **contraction de l'activité pour la première fois depuis février 2020, à 49,6** (après 50,1). En plus des facteurs évoqués plus haut qui perdurent, **les entreprises chinoises ont fait face en septembre à de nombreuses coupures d'électricité**. Dans le secteur des services, l'indice PMI a rebondi à 52,4 (après 47,4 en août).

– Le **secteur immobilier est en net ralentissement** comme l'illustre la croissance de seulement 0,2 % du prix des nouvelles constructions dans les 70 plus grandes villes au mois d'août (par rapport à juillet). Ce secteur représente 28 % du PIB chinois et les difficultés à en réduire les risques financiers, symbolisées par la crise d'Evergrande, a des conséquences sur l'ensemble de l'économie.

■ A surveiller

– **Evergrande**, endetté à hauteur de 260 Md€, a déjà manqué deux échéances de paiement d'intérêts sur ses obligations en dollars. La Banque centrale a déjà injecté 116 Md\$ dans les marchés pour éviter une crise et pourrait procéder à une nouvelle baisse du taux de réserve obligatoire des banques pour soutenir l'activité.

– La Chine fait face à une **crise énergétique** en raison d'une forte demande cet été et surtout d'une offre sous contrainte (flambée du prix du charbon, respect des objectifs d'émission...).

Etats-Unis

Après le pic

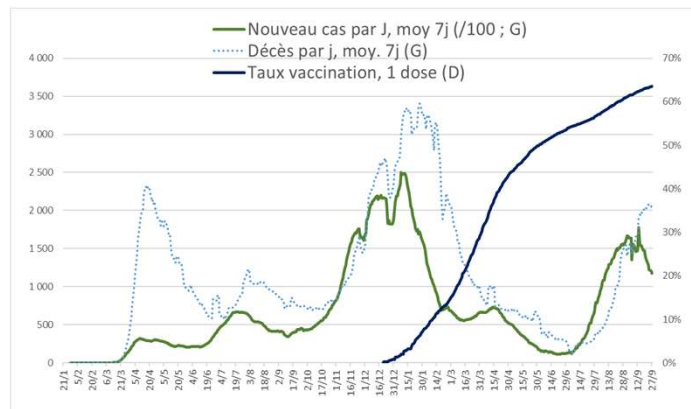
■ A retenir

- **63% de la population est primo-vaccinée au 29/09/2021** (55% vaccins complets). La vaccination avance peu (taux de 61% de 1ère dose il y a un mois). La vague Delta est toujours très active avec 2000 décès par jour.
- **En août, l'économie a poursuivi son rebond.** Les ventes au détail ont augmenté de 0,7% restant sur des niveaux historiquement haut (20% au-dessus de 2019). Les commandes de biens durables ont progressé de 1,8%. Les stocks d'entreprises poursuivent leur reconstitution (+0,5%) et dépassent le niveau de fin 2019.
- **Les PMI (flash) du mois de septembre marquent une baisse d'activité.** Le manufacturier à 60,5 atteint un plus bas sur 5 mois. Le PMI services à 54,4 atteint un plus bas sur 14 mois. Ces chiffres confirment que le pic de croissance associé au rebond post Covid est probablement dépassé. Si en niveau, l'activité reste historiquement élevée, les nouvelles commandes sont en baisse et le nombre de recrutement diminue. En revanche, le carnet de commandes à fournir est bien rempli en raison des pressions sur la production. Le prix des intrants continue d'être très élevé.
- **Le prix du bois baissant, les mises en chantier ont accéléré en août (+3,9%).** Le volume reste très élevé (25% supérieur à 2019). Les ventes de logements anciens sont en repli de 1,5% sur 12 mois (mais très au-dessus de 2019). Le délai moyen de vente est de 17 jours. Les prix (CS20) sont en hausse de 20 % sur un an.
- **Les inscriptions au chômage hebdomadaires oscillent autour de 360 K.** De-même le nombre de bénéficiaires restent autour de 2,9 millions. Les créations d'emplois d'août avaient été particulièrement décevante (235 K) mais le taux de chômage avait poursuivi sa déclin à 5,2%. (353 K). Les créations d'emploi (ADP) restent bien orientées (+300).

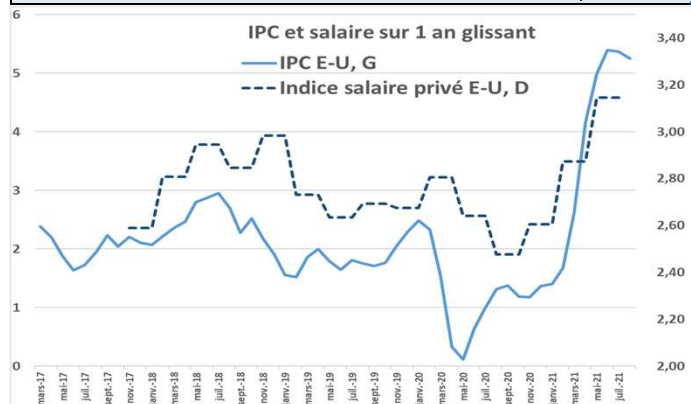
- Politique économique. La chambre a autorisé un dépassement temporaire du plafond de dette jusqu'au 16/12/2022 et un financement du gouvernement jusqu'au 3/12/2021 (« *continuing resolution* »), le sénat doit maintenant confirmer. **Les commissions des chambres ont validé un budget de 3,5 T\$ et visent un accord sur un plan infrastructures de 1 T\$ d'ici décembre** (500 bn\$ de nouvelles dépenses et en renonçant aux hausses d'impôt). Le déficit passerait de 3 T\$ en 2021 à 1 T\$ en 2022, ce qui suggère un choc négatif.

■ A surveiller : la FED prépare les marchés à la baisse des achats d'actifs.

Le comité de septembre a bien sûr maintenu le taux directeur actuel. La préannonce du « *tapering* » a été confirmée, pour une annonce début novembre si les tendances économiques actuelles ne sont pas modifiées. *A priori*, les achats de titres seraient réduits progressivement jusqu'à mi-2022. En revanche, il n'est pas temps d'après la Fed de parler de hausse des taux directeurs qui relèvent d'autres critères de décision que le *tapering*. 50% des participants prévoient une hausse des taux fin 2022.



Enveloppe	Nom	Statut	Md\$	Objet
Plan de soutien	Cares Act	mars-20	2000	social dont chèques 1200 \$ à partir avril
plan de relance	CAA	dec. 2020	900	social dont chèques 600 \$ à partir janvier
Build Back Better	American Rescue Plan	mars-21	1900	social dont chèques 1400 \$ à partir mi-mars
	American Jobs Plan	non voté accord bi part.	1200 (vs 2300)	infrastructures (8 ans) réseaux, transport, edu Nvelles dép. 550 Md€
	American Families Plan	non voté	1800	social (baisse coût SS, crèches, 4 années université..)



Japon

Indicateurs en berne, des perspectives toujours moroses

■ A retenir

– **La croissance du PIB japonais s'est établie à 0,5 % au 2^e trimestre 2021** (2^e estimation), après -0,9 % au 1^{er} trimestre. Pour le 3^e trimestre, les indicateurs sont en berne dans le secteur manufacturier et la consommation des ménages demeure atone.

– **En août, la production industrielle a reculé (-3,2 %, var. mensuelle) pour la 2^e fois consécutive**, après -1,5 % en juillet. Les principaux constructeurs automobiles (notamment Toyota, Nissan et Honda) font face à des coupes de productions en raison de la pénurie de semi-conducteurs. Celle-ci pourrait se poursuivre jusqu'au mois d'octobre. **La consommation des ménages reste peu dynamique**. Les ventes au détail ont reculé de 3,2 % sur un an, dans un contexte de regain de l'épidémie de coronavirus. L'indicateur mensuel de la consommation des comptes nationaux (connu jusqu'en juillet) reste très bas. Le salaire réel a augmenté de 0,7 % sur un an en juillet, principalement en raison d'un effet de base (forte hausse des paiements d'heures supplémentaires).

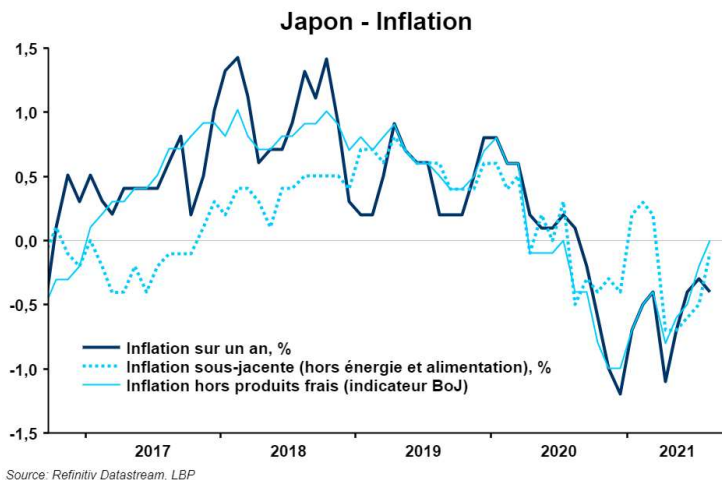
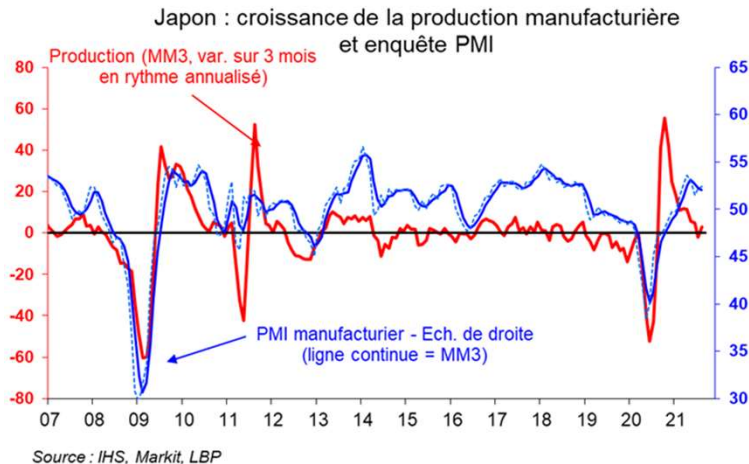
– **Les prix ont reculé de 0,4 % sur un an en juillet, après -0,3 % en juillet**. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) a augmenté (-0,1 % sur un an, après -0,5 %). **L'indicateur de prix (hors produits alimentaires frais) suivi par la Banque du Japon (BoJ) est resté stable en août**, après -0,2 % en juillet. C'est la première fois depuis plus d'un an que cet indicateur n'est pas en territoire négatif. L'inflation est tirée à la hausse par l'augmentation des prix de l'énergie et à la baisse par la chute des forfaits de téléphonie mobile (-44,8 % sur un an en août). Le changement d'année de base a en effet donné plus de poids à ce secteur. **L'objectif de la banque centrale (2 %) semble pour l'instant inatteignable à court et moyen terme**.

■ Politique économique

– **La Banque du Japon (BoJ) a laissé inchangé sa politique lors de la dernière réunion de politique monétaire de septembre** (taux de dépôt à -0,1 %, rendement des obligations d'Etat à 10 ans autour de 0 % (+/- 0,25pt)).

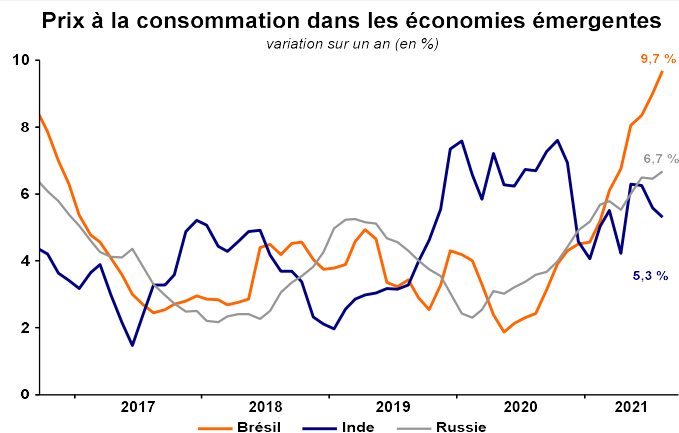
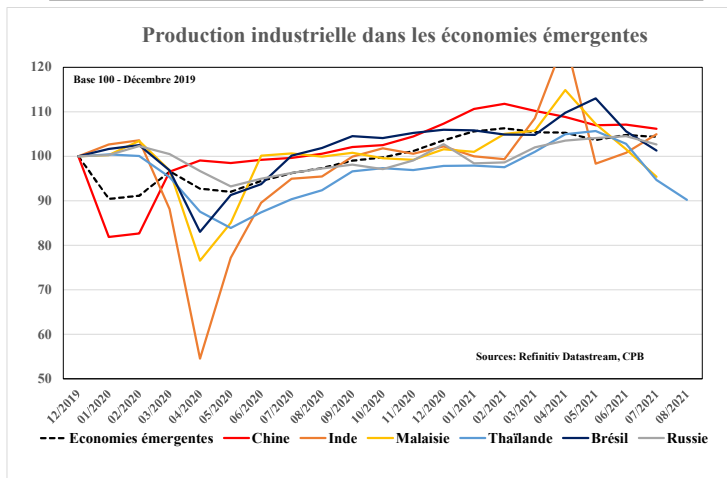
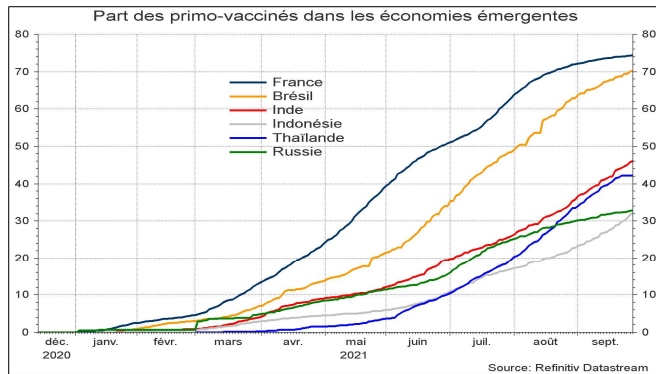
■ A surveiller

– **Le nouveau premier ministre japonais à compter du 4 octobre sera Fumio Kishida**, ancien ministre des affaires étrangères et nouveau président du Parti libéral - démocrate. Les prochaines élections législatives auront lieu en novembre, mais le PLD, sans réelle opposition, devrait conserver sa majorité au Parlement.



Pays émergents

Les difficultés dans l'industrie pèsent aussi sur les économies émergentes



■ **Situation sanitaire** - Bien qu'elle s'améliore, elle demeure toujours fragile face à des campagnes de vaccination très inégales. La couverture vaccinale est élevée au **Brésil**. En revanche, les retards en **Asie émergente** augmentent le risque d'occurrence d'une nouvelle vague. Les incertitudes sur la capacité des autorités à juguler une prochaine résurgence pèsent très nettement sur les perspectives de la zone. En conséquence, la **Banque Asiatique du Développement a revu ses prévisions à la baisse**. La population **russe** reste aussi peu vaccinée alors que le nombre de cas est toujours très élevé, ternissant ainsi les perspectives de reprise.

■ **Production industrielle** - L'activité industrielle dans les économies émergentes montrent des signes de tassement voir de repli pour certaines économies 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 -4,1% en juillet. La mise en place de nouvelles mesures sanitaires ainsi que le fléchissement de l'activité en Chine a pesé nettement sur la production des **économies émergentes d'Asie**, notamment en Thaïlande et en Malaisie (resp. -6,1 % et -7,9 % en juillet). **Les indices PMI en septembre indiquent une activité industrielle toujours en repli pour la majorité des pays de l'ASEAN**. La production fléchit plus modestement en Russie (-1,9 %) et rebondit en Inde (+4,1%).

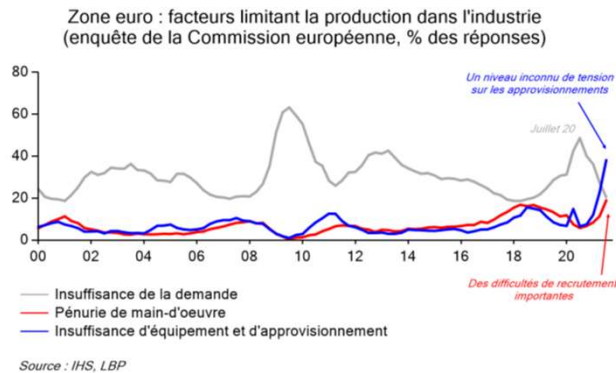
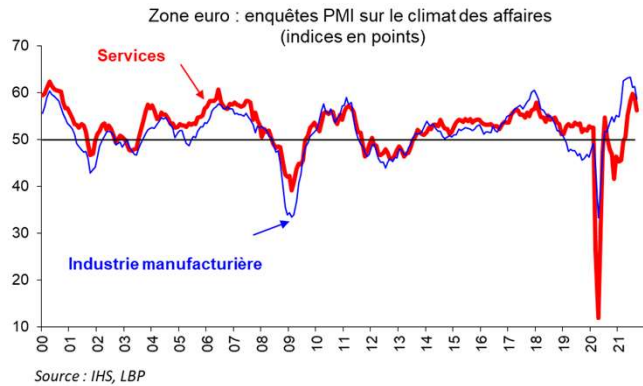
■ Inflation et politique monétaire :

- **Les prix à la consommation continuent d'augmenter à des rythmes élevés en août**. L'inflation augmente encore au **Brésil** à un très haut niveau (+9,7 % après +9,0 %), ainsi qu'en **Russie** (+6,7 % après +6,5 %) mais reflue légèrement en Inde (+5,3 % après +5,6 %). Avec le prix des énergies, c'est aussi la hausse des prix des denrées alimentaires qui expliquent ces évolutions à court-terme. En raison surtout de la reprise de la demande dans un contexte de d'offre contrainte et de dépréciation des monnaies qui vient enchérir les importations. Certains phénomènes météorologiques sont venus aussi accentuer ces pressions inflationnistes.

- **Dans ce contexte, les banques centrales mettent fin à la phase d'assouplissement**. Au **Brésil**, les autorités monétaires ont à nouveau augmenté son taux directeur (à 6,25%, +100 pdb) qui était anticipé par les marchés. En **Russie**, le taux directeur augmente pour la 5^e fois consécutive à 6,75 (+25 pdb). Une normalisation de l'inflation est attendue par les autorités courant 2022.

Zone euro

Des perturbations persistantes sur les chaînes de valeur et des pressions haussières sur les prix



A retenir

- Depuis juillet le climat des affaires s'est un peu effrité, surtout dans l'industrie et plus particulièrement en Allemagne. Décélération de l'économie chinoise (illustrée par la moindre progression des exportations des pays de la zone euro vers ce pays) et contraintes d'approvisionnement au fort impact sectoriel (automobile) sont à l'origine de ce mouvement. Par ailleurs, les contraintes liées à la 4^{ème} vague épidémique ont (un peu) pesé sur l'activité dans les services. La croissance du PIB devrait malgré tout être encore forte au 3^{ème} trimestre.
- En septembre l'inflation dépasse son point haut de 10 ans (3,4 % sur un an), en forte accélération depuis le début de l'année. Cela tient d'abord à la fermeté du prix du pétrole et aux tensions sur les prix du gaz, ce qui se traduit par une hausse des prix de l'énergie de 17,4 % sur un an (soit une contribution de 1,7 point). L'inflation sous-jacente est plus sage (1,9 % sur un an) mais elle accélère aussi (notamment les prix des services). Cela tient en partie à la normalisation du taux de TVA en Allemagne qui avait été abaissé en juillet 2020 pour faire face à la crise. La hausse des prix à la production est quand même soutenue (+2,6 % sur un an en juillet pour les biens de consommation), ce qui reflète sans doute les tensions sur l'approvisionnement observées dans certains secteurs.
- A 7,5 % en août le taux de chômage a retrouvé son niveau de fin 2019.
- Consensus *Refinitiv* (septembre) : les projections du PIB (4,8 % pour 2021) sont encore légèrement révisées à la hausse (4,6 % en août, 4,2 % en juin). Elles intègrent une progression du PIB qui a plutôt surpris à la hausse au 2^{ème} trimestre (+2 % en rythme instantané). Elles sont aussi très solides pour 2022 (4,4 %). Les prévisions d'inflation sont encore revues à la hausse pour 2021 (à 2,1 %) mais elle n'est attendue qu'à 1,4 % sur un an fin 2022.

Politique économique

Politique monétaire :

- Lors du Conseil des gouverneurs fin juillet Christine Lagarde avait clairement laissé entendre que la BCE maintiendrait une politique monétaire très accommodante tant que l'inflation ne dépasserait pas durablement 2 %, ce que ne laissait pas entrevoir les projections des économistes de la BCE. En septembre, elle a réussi à trouver un équilibre au sein du Conseil. Le rythme des achats nets d'actifs du PEPP sera ralenti par rapport aux deux derniers trimestres. L'enveloppe totale (1 850 Md€ jusqu'en mars 2022) demeure cependant inchangée. Rien n'est précisé sur la suite du calendrier. La BCE se garde une flexibilité totale.

A surveiller

- Les contraintes d'approvisionnement vont-elles s'estomper ou perdurer et entraver la reprise ?
- Comment les ménages vont-ils absorber les pertes de pouvoir d'achat ? Vont-ils puiser dans leur épargne ?

France

Freinage dans l'industrie, résilience dans les services

■ A retenir

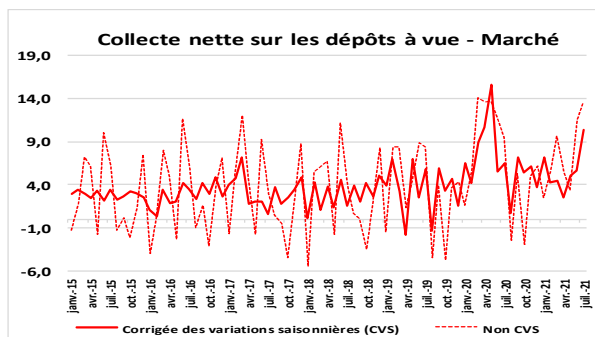
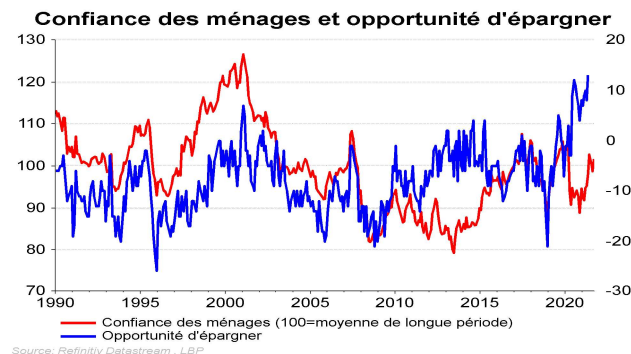
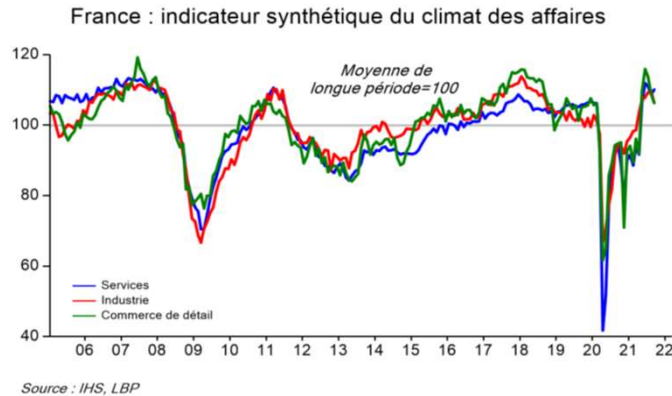
- En septembre, le climat des affaires se stabilise après s'être replié en juillet-août. Il s'inscrit à un niveau élevé, bien au-dessus de celui d'avant la crise sanitaire et de sa moyenne de longue période. Dans le secteur des services, le climat des affaires s'améliore légèrement sans doute sous l'effet de l'évolution favorable de la pandémie. Dans le bâtiment également, les chefs d'entreprises se déclarent un peu plus confiants sur leurs perspectives d'activité, malgré des tensions sur l'appareil productif qui restent fortes. En revanche, le climat des affaires se détériore dans l'industrie (carnets de commandes moins garnis).
- En septembre, la confiance des ménages se redresse et repasse au-dessus de la moyenne de longue période, traduisant à la fois une certaine maîtrise de la situation sanitaire et un marché du travail résilient. L'opportunité d'épargner est toujours très élevée. Cela peut être interprété comme une certaine prudence des ménages mais aussi cela illustre la surépargne accumulée entre le début 2020 et la mi-2021 : près de 150 Md€ soit environ 12 % de la consommation annuelle des ménages. La collecte nette sur les dépôts à vue est d'ailleurs repartie à la hausse depuis le printemps dernier. En août les dépenses des ménages se reprennent un peu mais elles restent relativement modérées. Il est possible que certains achats de biens fabriqués soient contraints par l'offre.
- L'inflation s'élève à 2,1 % sur un an en septembre après 1,9 % en août, avec une accélération des prix de l'énergie.
- Si les investissements dans l'industrie vont être forts en 2021 (sauf dans l'automobile), d'autres composantes de l'investissement sont plus fragiles. Notamment la construction de bureaux est en recul de 25 % sur les huit premiers mois de l'année par rapport à 2019.

■ Politique économique

- Fin du « quoi qu'il en coûte » : 240 Md€ ont été injectés dans l'économie dont 160 Md€ de prêts (un peu plus de 140 Md€ de PGE). Le fonds de solidarité (35 Md€) prendra fin le 30 septembre. Le dispositif d'activité partielle aurait aussi coûté environ 35 Md€ auxquels il faut ajouter de l'ordre de 10 Md€ de réductions ou exonérations de charges. Ces chiffres n'intègrent pas les sommes du plan de relance (objectif 100 Md€) : en septembre 2021 47 Md€ avaient été engagés avec une cible de 70 Md€ fin 2021. **Le déficit public et l'endettement devraient commencer à refluer l'an prochain** : le premier est attendu à 4,8 % du PIB contre 8,4 % du PIB en 2021, tandis que l'endettement passerait de 115,6 % du PIB cette année à 114 % l'an prochain. Hyp. De croissance à 6 % et 4 % en 2021 et 2022.

■ A surveiller

- Le taux de chômage est revenu à son niveau de fin 2019. **Quid des personnes aux marges de la population active et d'un risque de hausse des défaillances ? Le net reflux du chômage partiel cet été est tout de même rassurant.**



Royaume-Uni

Activité ralentie et inflation plus vive

■ A retenir

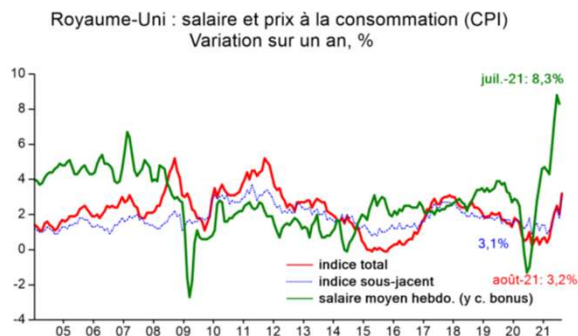
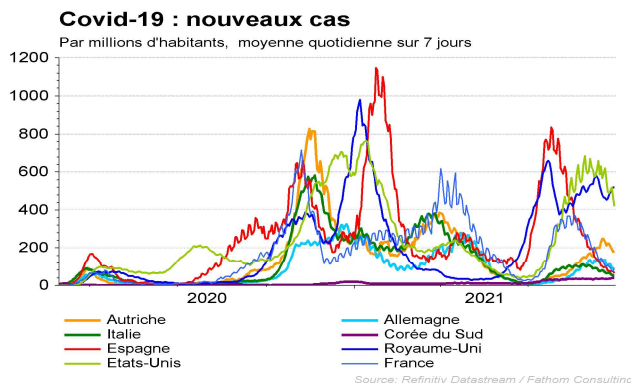
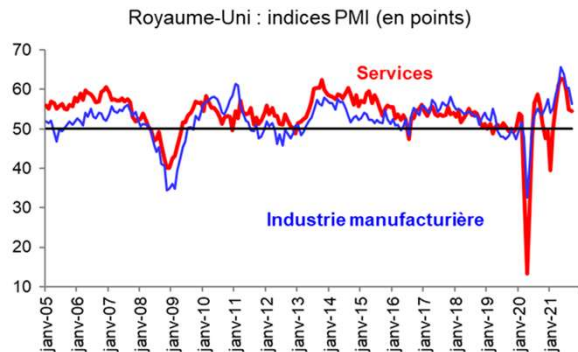
- En septembre les indices PMI se tassent encore aussi bien dans l'industrie que dans les services. L'activité présente et les carnets de commandes se tassent. Les délais de livraison sont toujours très tendus.
- La progression du PIB avait été très soutenue au 2^{ème} trimestre (+4,8 % en rythme instantané) avec la réouverture de l'économie et la levée des contraintes sanitaires. En juillet, le PIB n'était plus qu'à 3,4 % sous son niveau de fin 2019.
- Le nombre de cas de Covid a cependant du mal à fléchir (tout récemment il est supérieur au niveau observé aux Etats-Unis).
- Les ventes au détail se sont encore tassées en août (point haut en avril) mais elles demeurent à haut niveau au-dessus de fin 2019). La confiance des ménages s'effrite.
- Les prix de l'immobilier sont toujours sur une trajectoire haussière (7,1 % sur un an en août).
- L'inflation a encore accéléré en août (3,2 % sur un an). L'inflation sous-jacente a aussi accéléré (3,1 % sur un an). La hausse sur un an des gains salariaux est spectaculaire mais elle comporte des effets de base dont il est difficile d'apprécier l'importance (recul des bonus au printemps 2020, effet de structure de l'emploi). Sur deux ans, elle était de 7 %, soit une progression annuelle moyenne conforme à la tendance antérieure.

■ Politique économique

- Politique monétaire : lors du dernier Comité de politique monétaire de septembre, la BoE n'a modifié ni son taux directeur ni sa cible d'achats d'actifs malgré le raffermissement de l'inflation. Elle a révisé à la hausse ses projections d'inflation pour la fin de l'année (un peu au-dessus de 4 % sur un an). Deux membres se sont opposés au maintien du montant d'achats d'actifs (en préférant une réduction). Une hausse du taux directeur n'est pas impossible d'ici la fin de l'année.

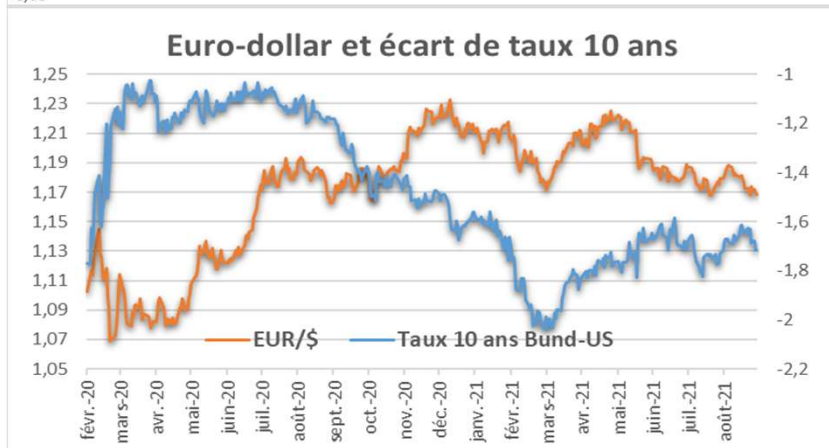
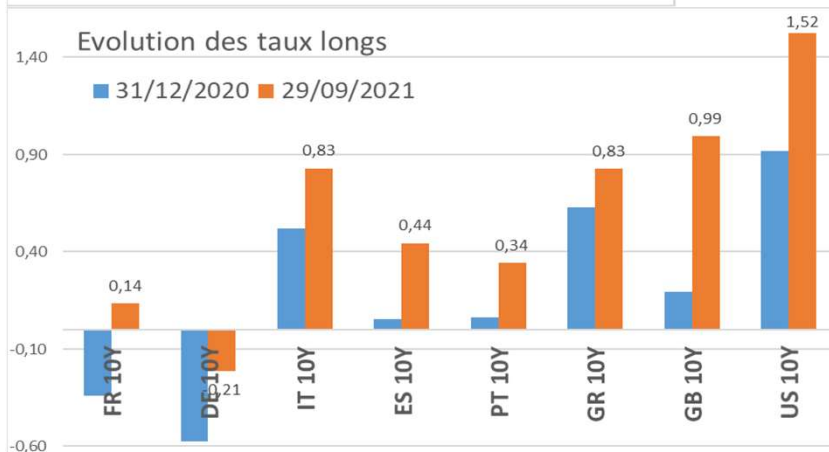
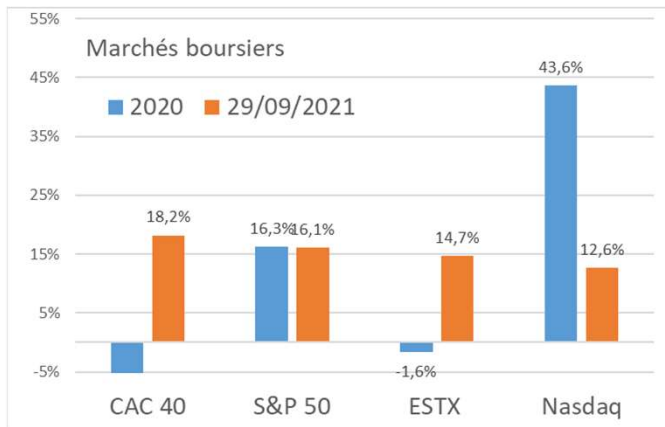
■ A surveiller

- Les perturbations sur l'approvisionnement en essence vont-ils peser ?



Marchés financiers

Plus de volatilité mais de très bons fondamentaux



Indices boursiers (chiffres au 29/09/2021)

- En septembre, les marchés ont été perturbés par l'attente des annonces de la FED puis les interrogations sur les conséquences des difficultés du promoteur chinois *Evergrande*. Sans avoir retrouvé les plus hauts et toujours soumis à une certaine nervosité, le CAC enregistre 17,4 % de hausse depuis le début de l'année et les marchés américains sont autour de 16 %.

Taux

- Anticipant le « *tapering* », le taux 10 ans américain a monté d'une vingtaine de pb. Par contagion, le taux français a pris 15 pb.

Changes

- L'euro s'affaiblit sous le double effet d'un élargissement de l'écart de taux longs en relation avec les anticipations de politiques monétaires et du *flight to safety* habituel dans les périodes de hausse de volatilité des marchés financiers.