

Février 2022

# GPS # 14

La lettre de conjoncture  
de Groupama Assurance-crédit & Caution

## Une normalisation sous menaces

Avec la moindre dangerosité du variant Omicron, le monde s'est pris à espérer à une fin définitive de la pandémie de Covid. Pour beaucoup la fin de la crise sanitaire mondiale devrait s'accompagner d'une « normalisation » de la situation économique. Si les signaux positifs sont réels (rebond de croissance supérieur aux attentes, moral des acteurs économiques en hausse...) des nuages pourraient compromettre cette normalisation. Le niveau de croissance attendue en 2022 sera-t-il au rendez-vous alors que nous faisons face à un retour en force de l'inflation ? La vigueur de la hausse des prix laisse planer le doute d'un retour de la « stagflation » (peu de croissance et beaucoup d'inflation), caractéristique des années 70. Si le risque aux États-Unis paraît réel, ce n'est toutefois pas le cas en zone euro ni en Chine, qui pâtissent d'une demande qui ralentit déjà. Nous sommes en réalité plus inquiets par les tensions géopolitiques actuelles en lien avec le conflit entre la Russie et l'Ukraine, et par la situation explosive du surendettement des entreprises chinoises : l'écho de défauts de paiement des principaux promoteurs immobiliers chinois côtés (Evergrande, etc.) a montré au monde qu'une crise financière globale est encore possible.

Si nous ne ferons peut-être plus face à de nouveaux variants du Covid, les variables de l'équation économique mondiale sont tout aussi imprévisibles.

[groupama-ac.fr](http://groupama-ac.fr)



**Groupama**  
ASSURANCE-CRÉDIT  
& CAUTION

Groupama Perspectives Sectorielles

## CONJONCTURE

- . Zone euro : une économie encore convalescente . . . . . p. 2
- . États-Unis : toujours en bonne position . . . . . p. 3

## PAGE SPÉCIALE : FOCUS CHINE

- . La Chine, un risque systémique pour l'année 2022 . . . . . p. 4

## FRANCE : DYNAMIQUES SECTORIELLES

- . France : vers un retour des défaillances d'entreprises ? . . . . . p. 5

## COURS MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

- . Matières premières non agricoles : seule l'énergie poursuit son ascension . . . . . p. 6
- . Matières premières agricoles : tous records battus ! . . . . . p. 7

# CONJONCTURE

## ZONE EURO : UNE ÉCONOMIE ENCORE CONVALESCENTE

*En zone euro, les politiques publiques ont écarté bien des risques mais ceux qui restent (pénuries, prix de l'énergie, ...) ne sont pas à sous-estimer.*

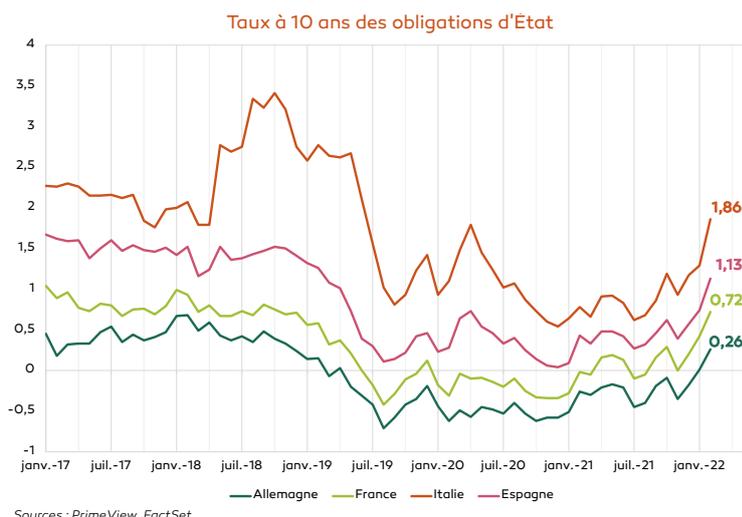
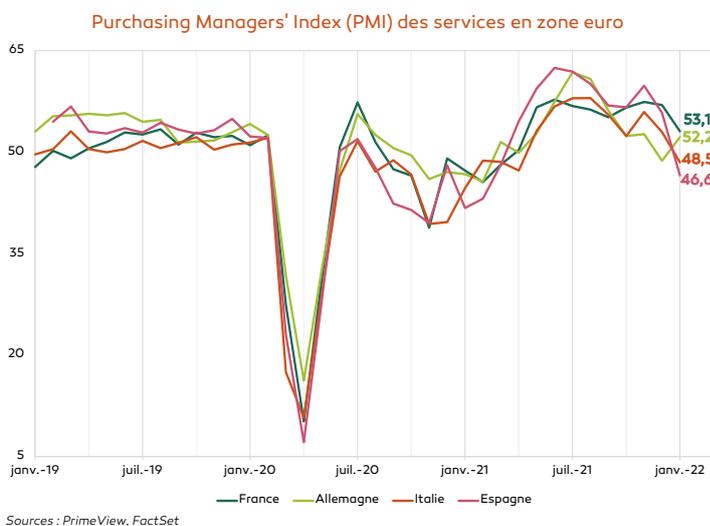
Après une année 2021 exceptionnelle (+5 % de croissance), l'économie de la zone euro devrait poursuivre son rétablissement, avec une anticipation à +4,3 % pour 2022 selon l'OCDE et le FMI. Mais le ralentissement actuel du secteur des services, les pénuries dans l'industrie et l'inflation des biens de première nécessité (alimentation, transports, chauffage) poussent à penser que les prévisions sont trop optimistes.

### L'envolée de la dette totale semble maîtrisable

La crise sanitaire a entraîné l'accumulation de dette privée et publique sur le Vieux Continent, celle-ci ayant progressé de plus de +20 % du PIB depuis fin 2019. Pour autant, la hausse de la dette des entreprises est restée raisonnable grâce au soutien inconditionnel des gouvernements : elle n'a augmenté que de +10,8 % pour s'établir à 64,7 % du PIB. Les défauts de paiement du secteur privé sont donc peu probables dans un contexte où il est plus aisé de gérer un stock de dette publique que de dette privée.

### Une désynchronisation inquiétante entre pays

La chute des indicateurs conjoncturels du secteur des services en Espagne et en Italie est à prendre au sérieux. Elle va rendre la tâche de la Banque Centrale Européenne ardue : si cette dernière augmente ses taux pour freiner l'inflation (la hausse des prix à la production a atteint un vertigineux +23,7 % fin 2021 sur un an, contre +4,9 % pour les prix à la consommation), elle risque de mettre en danger les économies italienne et espagnole qui ralentissent et doivent assumer des dettes importantes. ■



## ÉTATS-UNIS : TOUJOURS EN BONNE POSITION

**L'économie américaine se porte bien, mais craint un emballement de l'inflation susceptible de la faire à nouveau décrocher.**

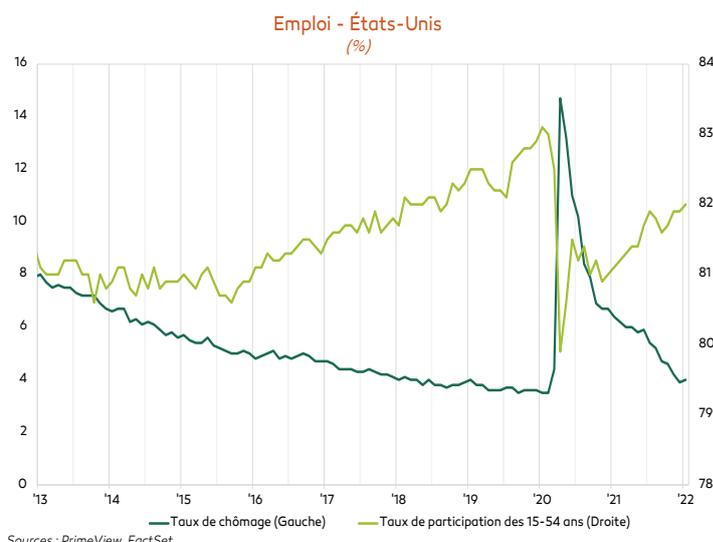
L'inflation américaine a atteint un nouveau record en décembre à +7,1 % (sur un an) mais le dynamisme de la demande domestique américaine (+6,8 % en 2021, contre +4 % dans la zone euro) pouvait difficilement rester sans conséquence...

### Une politique monétaire qui ne devrait pas devenir trop restrictive

En janvier, Jerome Powell a annoncé que la Fed allait renouer avec son objectif de lutte contre l'inflation. Les taux directeurs américains pourraient ainsi être relevés (+0,5 % en mars), une première depuis bien longtemps, ce qui inquiète des investisseurs trop longtemps habitués aux liquidités injectées par la Fed. Néanmoins, il est encore prématuré de penser que les États-Unis soient prêts à sacrifier une croissance attendue entre +3,7 % (OCDE) et +5,2 % (FMI) en 2022. La Fed ne devrait ainsi adopter qu'une « normalisation lente » de sa politique monétaire, laissant l'économie poursuivre son ascension.

### L'emploi, un indicateur en trompe-l'œil

Beaucoup d'observateurs s'inquiètent du taux de chômage très faible aux États-Unis (4 % en janvier), cause d'un possible emballement incontrôlable des salaires. En réalité, ce chiffre masque un taux de participation à la main-d'œuvre assez déprimé : 82 % des 15-54 ans (62 % en comptant les travailleurs seniors). Les tensions sur l'emploi sont donc probablement surestimées : les Américains susceptibles de revenir sur le marché du travail sont encore nombreux, ce qui limite le risque inflationniste de long terme. ■



	France	Allemagne	Royaume-Uni	Italie	Espagne	Zone Euro	
Croissance du PIB (% variations annuelles)	5,4	1,4	1,3	6,4	5,2	4,6	T4 2021
Consommation des ménages (% variations annuelles)	7,2	1,5 (*)	5,2	4 (*)	2,4	2,7 (*)	T4 2021 (*) T3 2021
Investissement global (% variations annuelles)	3,3	0,8 (*)	3,9 (*)	8,5 (*)	3,7	3,1 (*)	T4 2021 (*) T3 2021
Inflation totale (% variations annuelles)	3,3	5,1	5,4	5,3	6,1	5,1	janv.-22
Inflation sous-jacente (% variations annuelles)	1,7	2,9	5,4	1,6	1,9	2,3	janv.-22
Taux à 10 ans (variation depuis un trimestre)	0,72 % (+5 pb)	0,26 % (+3 pb)	1,5 % (+9 pb)	1,86 % (+3 pb)	1,13 % (+5 pb)	0,26 % (+3 pb)	fév.-22
Taux de chômage (%)	7,8	3,0	4,2	8,9	13,3	7,1	T4 2021
Dettes publiques (% du PIB)	116,0	69,4	103,5	155,3	121,8	97,7	T3 2021
Dettes privées des entreprises non-financières (% du PIB)	82,8	50,2	59,5	69,4	68,9	64,6	T2 2021
Stock de crédits aux entreprises non financières (en milliards d'unités monétaires nationales)	3 978,7	2 485,6	1 645,5	1 278,4	1 234,5	13 178,7	T2 2021

Sources : PrimeView, FactSet, EuroStat, Banque mondiale, BIS, Banque de France

## LA CHINE, UN RISQUE SYSTÉMIQUE POUR L'ANNÉE 2022

**Locomotive de l'économie mondiale en 2021, la Chine est paradoxalement porteuse du principal risque pour 2022 : le surendettement de ses entreprises.**

Avec une croissance de +8,1 %, la Chine a connu un succès inégalé par ses concurrents en 2021. Mais dans le détail, le dernier trimestre marque un ralentissement inédit hors crise sanitaire (+4 %). Cela rejoint la tendance de long terme de la croissance chinoise qui diminue en raison de l'affaiblissement de sa demande intérieure, attendue seulement en hausse de +4,8 % en 2022, guère mieux qu'aux États-Unis (+4,1 %) ou en zone euro (+4,4 %).

### Une demande intérieure faible, beaucoup d'épargne et peu d'inflation

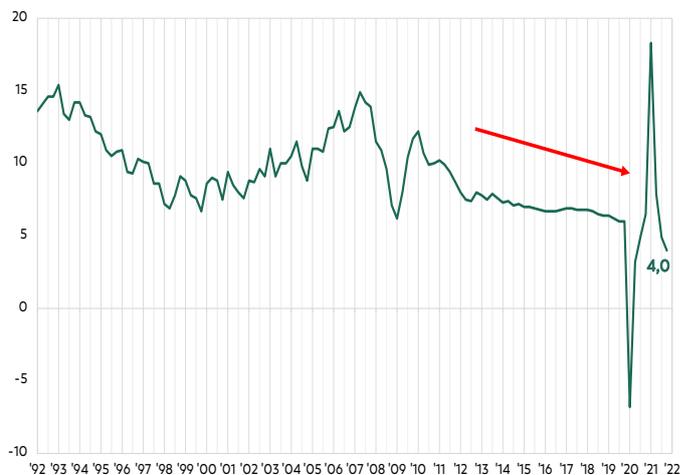
En raison d'un vieillissement accéléré, les ménages chinois ne désépargnent pas, en particulier parce que le système social prend très peu en charge les seniors... L'excès d'épargne en résultant (l'épargne brute de la Chine s'élève à 45 %), se fait naturellement au détriment de la consommation et explique l'absence de transfert de la hausse des prix à la production (+10,3 % en décembre) vers l'inflation des prix à la consommation (+1,5 %), au contraire des autres grandes économies mondiales.

### Une politique monétaire à contrecourant de l'Occident

Ce constat permet aujourd'hui à la Chine de continuer à soutenir son économie grâce à une politique monétaire expansionniste, là où la marge de manœuvre de ses concurrents est réduite par le risque inflationniste.

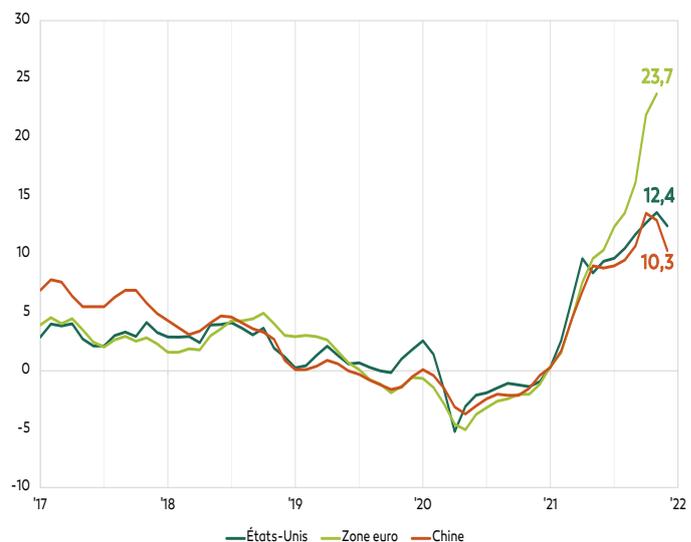
Depuis décembre, la Chine a ainsi réduit ses taux directeurs (0,15 pp) et ses réserves obligatoires (0,5 pp) pour relancer l'économie par le crédit. Mais c'est un jeu dangereux pour l'Empire du Milieu car les entreprises y sont globalement surendettées (160 % du PIB mi-2021, contre 51 % aux États-Unis et 65 % en zone euro). Récemment, les allégations de défauts de paiement des grands promoteurs immobiliers (Evergrande, Kaisa) ont d'ailleurs montré que la situation pourrait vite dérapier. ■

Croissance du PIB réel - Chine  
(%, variations trimestrielles)



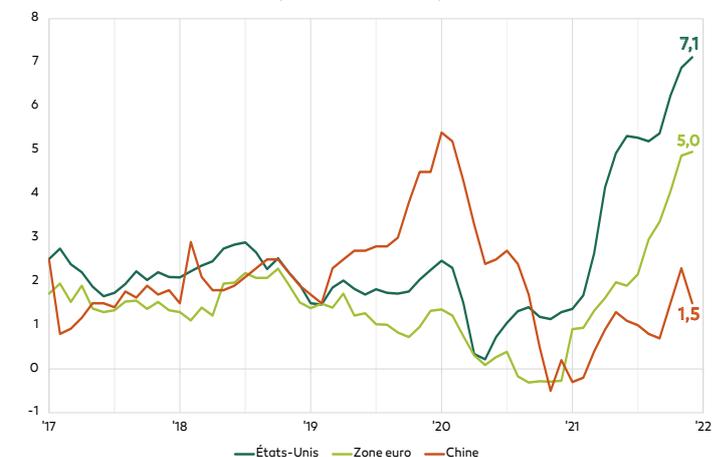
Sources : PrimeView, FactSet

Indice des prix à la production (IPP) - États-Unis vs zone euro vs Chine  
(%, variations trimestrielles)



Sources : PrimeView, FactSet

(%, variations annuelles)



Sources : PrimeView, FactSet

# FRANCE : DYNAMIQUES SECTORIELLES

## FRANCE : VERS UN RETOUR DES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES ?

*La crise de la Covid a révélé une faiblesse du tissu productif français : son manque d'intégration dans les chaînes de valeur mondiales...*

En ce début d'année, les directeurs d'achats prévoient toujours l'expansion du secteur manufacturier français, avec un indice PMI à 55,5 en janvier. Pourtant, malgré la stratégie du « Quoi qu'il en coûte », il n'y a vraiment pas de quoi se réjouir... En pratique, les difficultés liées à l'approvisionnement (pénuries) se sont surajoutées aux confinements dus à la Covid. Au final, le secteur manufacturier a réussi à sauvegarder les emplois grâce aux aides publiques mais la production française reste toujours très en retrait de son niveau d'avant crise (-3,5 %).

### Dégradation dantesque du commerce extérieur industriel français

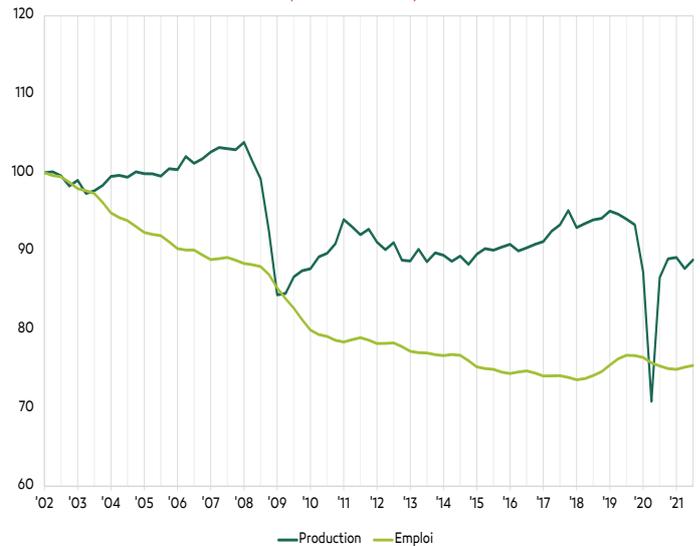
En novembre 2021, le commerce extérieur français de biens manufacturés a connu un bien triste record : avec un déficit mensuel de -8,9 milliards d'euros (-78,4 milliards d'euros en somme annuelle), toutes les précédentes baisses sont dépassées !

À l'heure de la campagne présidentielle française, la question de la réindustrialisation du pays devrait inévitablement revenir sur le devant de la scène.

### Le secteur public toujours en soutien

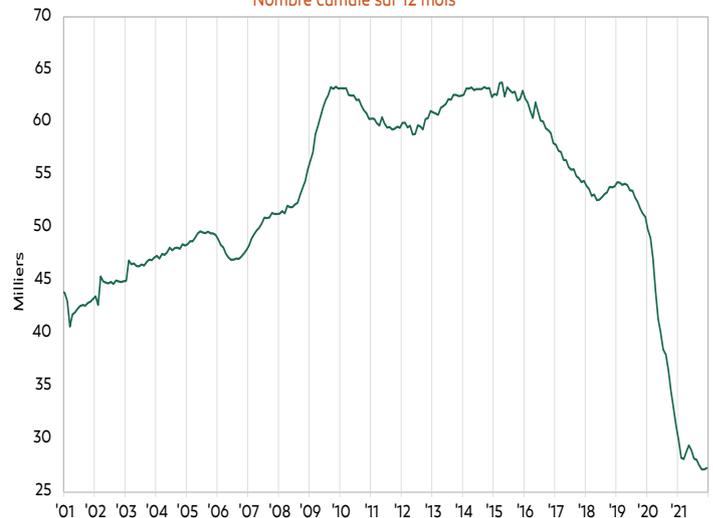
Grâce au soutien indéfectible des pouvoirs publics, le nombre de défaillances d'entreprise en 2021 se situe à un niveau historiquement faible : environ 27 300 au total, soit approximativement -50 % par rapport au niveau d'avant crise. Mais le point bas a été atteint et une remontée est perceptible depuis l'automne 2021 en cohérence avec la baisse des aides publiques et la normalisation de l'économie. Les fragilités de certaines entreprises réapparaissent après l'injection des PGE et la fin des subventions. Ce mouvement se poursuivra en 2022 sans qu'il soit à ce stade possible d'en déterminer l'ampleur. ■

Secteur manufacturier - France  
(Base 100 en 2002)



Sources : PrimeView, FactSet

Défaillances d'entreprises  
Nombre cumulé sur 12 mois



Sources : PrimeView, Banque de France

### Créations d'entreprises

Variations en glissement	Mensuel		Annuel	
	Décembre	Novembre	Décembre	Novembre
<b>Création d'entreprises - tous les secteurs et toutes tailles</b>	0,8%	-3,6%	-1,3%	-4,3%
<b>Industrie</b>	4,9%	-7,8%	0,8%	-1,0%
<b>Industrie manufacturière</b>	8,3%	-4,0%	4,4%	-1,9%
<b>Construction</b>	5,6%	-2,7%	-0,9%	-10,7%
<b>Commerce</b>	-3,2%	-3,3%	-18,0%	-18,0%
<b>Services</b>	0,0%	-4,2%	-13,1%	-16,4%

Sources : PrimeView, INSEE

# COURS MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

## MATIÈRES PREMIÈRES NON AGRICOLES : SEULE L'ÉNERGIE POURSUIT SON ASCENSION

*Si les prix du transport international refluent, les coûts des matières premières industrielles se stabilisent à un niveau élevé et l'énergie flambe.*

### Chute brutale des coûts du transport maritime

Le Baltic Dry Index, indice des coûts du vrac sec, poursuit son retour brutal à la normale en ce début d'année. Il y a certes une dimension saisonnière (baisse classique du mois de janvier) mais celle-ci ne saurait justifier la diminution de -74,8 % depuis son point haut d'octobre 2021. À dire d'experts, c'est le fait d'un déclin global de la demande pour le transport maritime et certainement le signe avant-coureur d'un ralentissement économique mondial... reste à savoir si cette dynamique va bientôt faire tache d'huile sur le prix des matières premières.

### Stabilisation des matières premières industrielles

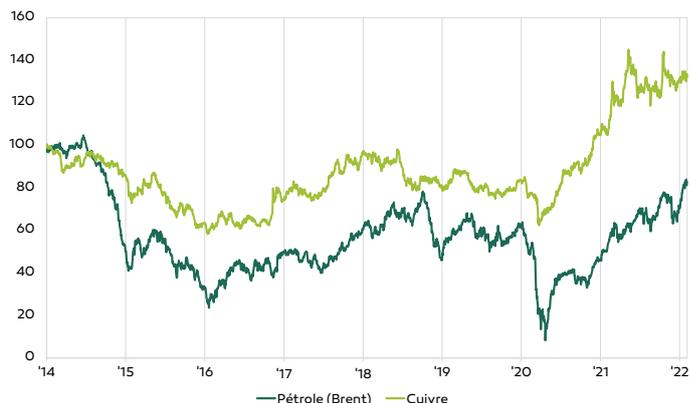
Les cours des matières premières industrielles se sont stabilisés à un niveau élevé au cours des trois derniers mois. Seuls quelques métaux (aluminium, nickel) continuent sporadiquement leur progression, mais rien qui soit de nature à entraver la production.

### Le pétrole va-t-il freiner sa hausse ?

Désormais à plus de 90 dollars le baril de Brent, le pétrole gagne +12,4 % sur les 3 derniers mois et fait désormais cavalier seul, puisque le gaz enregistre une baisse de -12,6 %. Notons toutefois que cette récente baisse est loin de compenser le segment de hausse l'ayant précédé, le cours du gaz se maintient maintenant 50 % au-dessus de son niveau d'avant crise sanitaire.

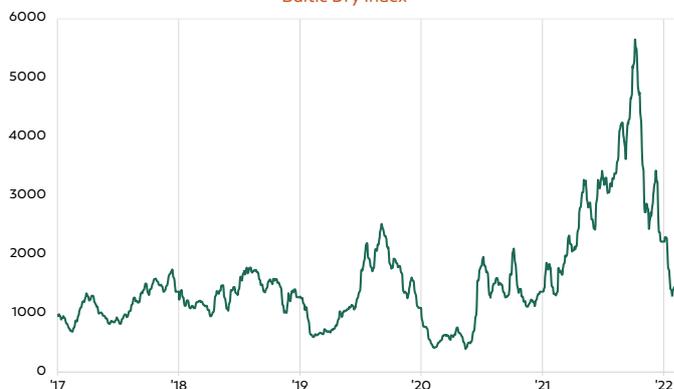
L'évolution prochaine des prix de l'énergie dépendra évidemment des tensions géopolitiques, notamment du conflit ouvert entre la Russie et l'Ukraine qui crée une prime de risque entraînant le prix vers le haut, en dépit d'une économie mondiale moins vigoureuse que l'année passée. ■

Évolution du prix des matières premières  
Base 100 en 2014



Sources : PrimeView, FactSet, FAO

Baltic Dry Index



Sources : PrimeView, FactSet

Indices CRB	Prix	Variation		
	Au 03/02/2022	3 mois	6 mois	1 an
<b>Total</b>	<b>588,0</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,9%</b>	<b>27,0%</b>
<b>Matières premières industrielles</b>	<b>646,2</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>20,5%</b>
<b>Métaux</b>	<b>1 271,5</b>	<b>4,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>28,6%</b>
<b>Matières premières alimentaires</b>	<b>512,6</b>	<b>8,7%</b>	<b>5,9%</b>	<b>37,1%</b>
<b>Bétail</b>	<b>633,7</b>	<b>2,7%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>37,5%</b>
<b>Huiles et graisses</b>	<b>730,6</b>	<b>5,0%</b>	<b>14,7%</b>	<b>69,9%</b>
<b>Textiles</b>	<b>369,7</b>	<b>2,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>19,3%</b>

Sources : PrimeView, Factset

# COURS MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

## MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES : TOUS RECORDS BATTUS !

*Les prix des denrées sont si élevés que la question de la « faim dans le monde » va invariablement revenir au premier plan de la scène politique internationale.*

Depuis l'été dernier, les prix des produits alimentaires sont plus élevés que lors des « émeutes de la faim » qui avaient affecté une trentaine de pays sur trois continents (Afrique, Asie et Amérique latine) à la fin des années 2000. À court terme, les conditions actuelles du marché ne se stabiliseront pas en raison de l'inertie de la pandémie, des coûts de production en hausse et des récentes calamités climatiques. Une nouvelle crise alimentaire mondiale s'installe donc insidieusement.

**Céréales :** Les prix des céréales se stabilisent sur leurs hauts. Les récoltes ont été satisfaisantes dans l'hémisphère sud mais la demande (asiatique notamment) reste élevée, ce qui bloque durablement la baisse des cours.

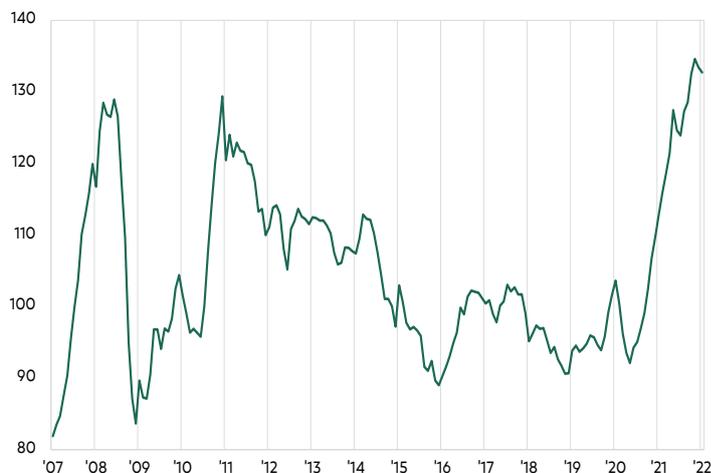
**Huiles végétales :** Les huiles alimentaires atteignent en ce début d'année leur record absolu. Une légère baisse de l'offre, couplée à une importante hausse de la demande, maintient fortement le marché en tension.

**Produits laitiers :** Les produits laitiers poursuivent leur rebond, initié à l'été dernier. En cause : une baisse des quantités disponibles et des prix du transport toujours élevés.

**Produits carnés :** Les prix des produits carnés sont globalement stables mais avec d'importantes disparités : en hausse pour les viandes bovine et porcine, en baisse pour la viande ovine et la volaille.

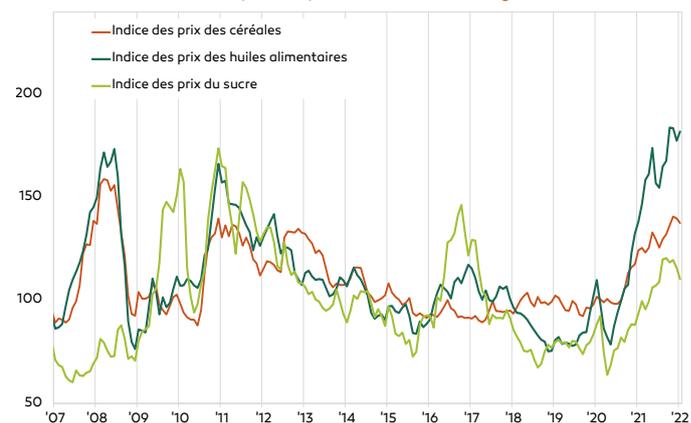
**Sucre :** Le prix du sucre connaît actuellement une diminution en raison de perspectives de production assez favorables. Mais attention, la récente appréciation du réal brésilien pourrait renchérir les prix à l'international. ■

Prix des produits alimentaires  
(Base 100 en 2014-2016)



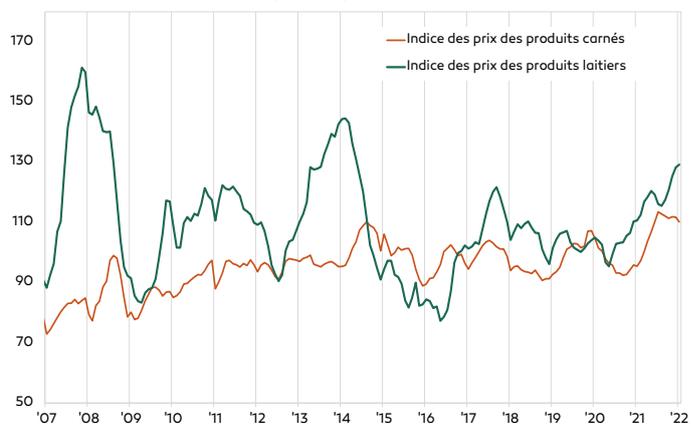
Sources : PrimeView, FAO

Indices des prix des produits alimentaires végétaux



Sources : PrimeView, FAO

Indices des prix des produits alimentaires



Sources : PrimeView, FAO

## ■ GPS #14

Rédaction achevée le 10 février 2022

©Groupama Assurance-crédit & Caution

Crédit photos : shutterstock\_71286640 ©Dmitry Pichugin

## ■ Contact

**Stéphanie PIGNI**, + 33 (0)6 81 75 24 36, spigni@groupama-ac.fr

**Groupama Assurance-crédit & Caution** - 132, rue des Trois Fontanot - 92000 Nanterre

## ■ Abonnement

Envoyez un mail à [gps@groupama-ac.fr](mailto:gps@groupama-ac.fr) en indiquant vos nom, prénom, fonction, votre entreprise et son SIREN ainsi qu'une adresse mail.

## ■ Avertissement

Ce document est conçu exclusivement à des fins d'information.

Groupama Assurance-crédit & Caution décline toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables. Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations qui comportent une part de jugement subjectif. Les analyses sont l'expression d'une opinion indépendante, et ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Groupama Assurance-crédit & Caution. La reprise d'un quelconque élément de ce document est autorisée sous réserve d'indiquer clairement la source.

## À PROPOS DE GROUPAMA ASSURANCE-CRÉDIT & CAUTION

### Deux branches :

- assurance-crédit contre les impayés (risque commercial et politique, risques spéciaux)
- cautions et garanties financières en faveur d'entreprises et de professionnels

### ■ Assurance-crédit

**24 milliards d'euros de transactions** sécurisées sur le marché domestique et à l'exportation

**20 milliards d'euros d'engagements**, 50 % en France et 50 % à l'international

**Une présence forte dans toutes les grandes filières agroalimentaires**

**Une distribution multicanal** au travers des Caisses régionales de Groupama, des agents du Gan et de courtiers spécialisés

### ■ Caution

**Cautions légales** : environnement, tourisme, immobilier, travail temporaire, auto-écoles, courtiers d'assurance...

**Cautions contractuelles** : vins primeurs, FranceAgriMer

**Cautions constructions** : VIR, CCMI, CPI, cautions de marchés

### À propos du groupe Groupama

Fort de ses deux marques - Groupama & Gan, le groupe Groupama, l'un des premiers groupes d'assurance mutualistes en France, développe ses activités d'assurance, de banque et de services dans dix pays. Le groupe compte 11,5 millions de sociétaires et clients et 31 000 collaborateurs à travers le monde, avec un chiffre d'affaires de 14,4 milliards d'euros. Retrouvez toute l'actualité du groupe Groupama sur son site Internet ([www.groupama.com](http://www.groupama.com)) et sur son compte Twitter (@GroupeGroupama).