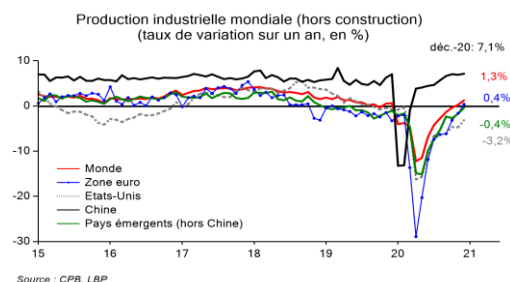


9 mars 2021

Entre espoir et craintes

- Sur le plan sanitaire, les rythmes des campagnes de vaccination diffèrent selon les pays mais **la possibilité d'une certaine normalisation de la vie sociale et économique paraît une hypothèse raisonnable à l'horizon de six mois**. Comme les effets des politiques économiques de soutien continueront à se faire sentir dans les mois qui viennent, **les investisseurs redoutent une période de « surchauffe », qui pourrait se traduire par un sursaut de l'inflation**. En conséquence, les taux d'intérêt se sont tendus ces dernières semaines.
- C'est surtout le cas aux **Etats-Unis, où le nouveau plan de soutien qui devrait être adopté interviendrait alors que l'économie américaine est déjà en train de se redresser**. Reste que près de 10 millions d'emplois manquent encore aujourd'hui à l'appel. L'évolution de la situation du marché du travail sera donc déterminante dans les mois à venir.
- **En zone euro, la discordance entre l'industrie (tirée par la reprise mondiale) et les services (en partie pénalisés par les contraintes sanitaires) persiste**. La consommation a ainsi beaucoup souffert outre-Rhin. **L'inflation reste faible, bien en deçà de la cible de la BCE. Elle va mécaniquement se redresser en mars et surtout en avril suite à un effet de base sur le prix du pétrole (comparaison sur un an)**.
- **L'économie chinoise s'est redressée dès le printemps 2020**, en gagnant notamment des parts de marché mondiales. **L'activité reste résolument orientée à la hausse mais la dynamique s'essouffle peut-être un peu**.
- Au total, **les indicateurs de production et d'échanges internationaux donnent l'image d'une économie mondiale qui poursuit son redressement**. Conséquence, les prix des matières premières, notamment du pétrole, se tendent. **Le prix du brut a retrouvé son niveau d'avant crise**.
- **Les banques centrales semblent pour l'instant vouloir faire preuve de sang-froid**. Une certaine normalisation des niveaux de taux d'intérêt n'est pas forcément pour leur déplaire. C'est même leur objectif à terme. Tout est fonction de la vitesse de l'ajustement. Si elles jugeaient que le durcissement des conditions financières mettait en péril la reprise économique, elles pourraient tenter de freiner la remontée des taux d'intérêt en achetant davantage d'actifs.



Alain Henriot

(contributeurs P. Aurain et F. Deschard)

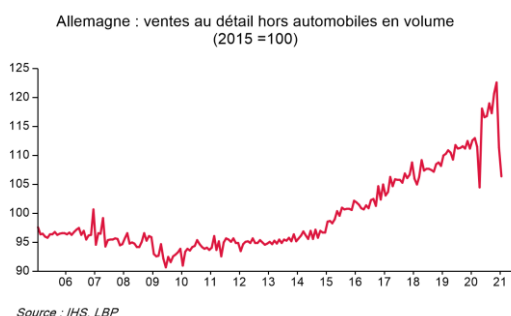
Pour recevoir automatiquement nos publications par mail, abonnez-vous !

[CLIQUEZ ICI](#)

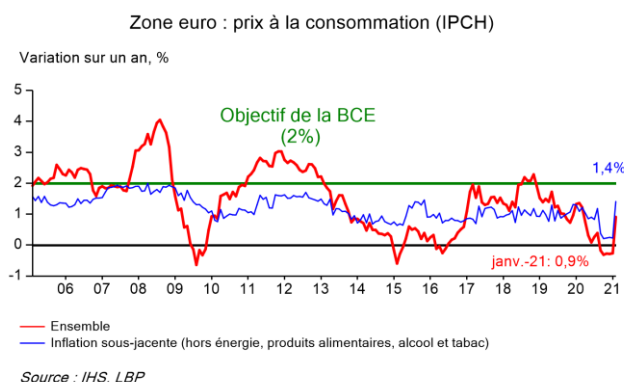
FRANCE / ZONE EURO – Dynamisme dans l'industrie, activité ralentie dans les services

Pour l'ensemble de la zone euro, l'indice de climat des affaires PMI pour l'industrie rebondit en février à un haut niveau (proche de ceux observés lors des deux pics conjoncturels précédents, en 2010 et 2017). Il se stabilise à un niveau assez faible pour les services sous l'effet des contraintes sanitaires.

L'Allemagne bénéficie pleinement de la reprise industrielle mondiale mais les ventes au détail y ont fortement reculé en janvier (-13 % par rapport à novembre) suite aux contraintes sanitaires et aussi peut être à des achats anticipés avant le relèvement du taux de TVA. Le repli est plus marqué que lors du 1^{er} confinement. Cela pourrait conduire à une contraction du PIB allemand au 1^{er} trimestre.



Après le rebond observé en janvier, l'inflation demeure modérée en février en zone euro (+ 0,9 % sur un an, 1,1 % pour l'inflation sous-jacente). A noter que la remontée du taux de swap d'inflation 5 ans/5 ans est restée mesurée jusqu'ici (1,37 % le 3 mars, un niveau voisin de celui observé fin janvier 2020), ce qui contraste avec ce qui a été observé pour les Etats-Unis. Toutefois, suite à l'évolution du prix du pétrole, l'inflation sur un an devrait être proche de 2 % en mars puis d'environ 4 % en avril. Cette poussée de fièvre serait toutefois transitoire. La hausse des prix à la production est très modérée (+0,7 % sur un an en janvier). L'évolution est même négative pour les biens de consommation.



En janvier, le taux de chômage (8,1 %) reste relativement bas et ne remonte pas. Le maintien en chômage partiel d'une partie des actifs (les personnes restent alors comptabilisées dans les effectifs) explique largement cette faiblesse du chômage, en dépit du fait que le PIB se situe à un niveau en deçà de l'ordre de 5 % par rapport à son niveau d'avant-crise.

Les projections de croissance pour cette année se situent un peu au-dessus de 4 % (4,3 % pour 2021 selon le Consensus Reuters). A l'inverse de ce qui est observé pour les Etats-Unis, les prévisions ont tendance à être révisées à la baisse avec la persistance de contraintes sanitaires relativement fortes depuis le début de l'année. Les projections d'inflation restent relativement limitées (1,1 % en 2021 en moyenne annuelle, à peine révisée à la hausse depuis fin 2020 suite à la remontée du prix du pétrole).

Sur le plan de la politique économique, l'arrivée de Mario Draghi à la tête du gouvernement italien pourrait faciliter la diffusion du plan de relance européen en Italie, premier pays bénéficiaire devant l'Espagne en termes d'aide et de prêts.

De son côté, la BCE s'est dite attentive à l'évolution des taux longs. Si nécessaire, elle pourrait accroître ses achats d'actifs pour tempérer la hausse des taux. On peut aussi considérer que la BCE ne voit pas d'un mauvais œil une augmentation plus rapide des taux américains par rapport aux taux européens, ce qui a permis de tempérer l'appréciation de l'euro.

France : moins d'activité...mais plus de revenu

Le revenu disponible des ménages (RDB) a nettement augmenté au 4^{ème} trimestre. Si la masse salariale a baissé, cela a été compensé par les transferts sociaux et les baisses d'impôts. Au total, le RDB a progressé de 1,1 % en 2020 malgré l'effondrement du PIB. En conséquence, le taux d'épargne ressort à 21,3 %, 6,4 points de plus qu'en 2019. La question de la mobilisation ou non de cette réserve d'épargne est cruciale pour la dynamique de la croissance dans les mois à venir. L'inflation reste très faible (0,4 % sur un an en février).

En février, le climat des affaires s'améliore encore légèrement dans l'industrie et se rapproche de sa moyenne de longue période. Dans les services et le commerce de détail, les contraintes sanitaires pèsent toujours. A court terme, les perspectives d'activité restent bonnes dans le bâtiment. Les prix immobiliers se sont redressés au 4^{ème} trimestre (+2,4 % sur le trimestre et + 6,5 % sur un an). L'absence de recul du RDB, la dégradation contenue du marché du travail et la faiblesse des taux d'intérêt ont soutenu le marché immobilier.

Concernant la politique économique, on peut observer que 2,1 millions de personnes étaient en activité partielle en janvier (3,1 en novembre et 8,4 en avril). Le développement à venir du marché du travail reste incertain : les effectifs concernés par un Plan de sauvegarde de l'emploi s'élèvent à 103 392 entre le 1/3/20 et le 1/2/21 contre 36 247 entre le 1/3/19 et le 21/2/20. Par ailleurs, le déploiement du plan de relance se poursuit : 16 Md€ de crédits ont déjà été engagés au 1^{er} mars (5 Md€ de plus que fin 2020), pour divers dispositifs ; les entreprises vont par ailleurs bénéficier de 10 Md€ de baisse d'impôts de production. Au total, 26 Md€ seraient d'ores et déjà en passe d'être mobilisés sur un objectif de 40 Md€ attendus fin 2021.

ETATS-UNIS – Une reprise déjà forte... en attendant le plan Biden

La pandémie affiche des signes importants de régression alors que plus de 20 % de la population a reçu au moins une injection. **Les indices PMI de climat des affaires montrent une croissance toujours soutenue de l'activité en février.** L'indice composite est au plus haut depuis 6 ans. La production industrielle a fortement augmenté en janvier (+ 0,9 % sur un mois, se situant à 1,9 % de son niveau pré-Covid). Les commandes de biens durables ont aussi bondi en janvier. Les ventes au détail ont par ailleurs affiché une hausse de 5,3 % en janvier. **Ce dynamisme de la consommation s'explique par la hausse de 11,4 % du revenu disponible en janvier associé à la distribution de chèques dans le cadre du plan de 900 Md\$ adopté en décembre ainsi que' à une hausse des rémunérations. Le taux d'épargne a du coup très fortement augmenté (à 20,5 %). L'inflation s'établit à 1,4% en janvier (totale et sous-jacente).**

La dynamique immobilière reste très forte (ventes de logements neufs en hausse de 4,3 % en janvier, ratio des stocks à vendre au plus bas historique). A fin décembre, les prix immobiliers étaient en hausse de 10,1 % sur un an. Les mises en chantier résidentielles ont reculé sur des niveaux élevés alors que les permis atteignent un plus haut depuis 2006.

Le plan Biden de 1 900 Md\$ va être mis en œuvre dans les mois à venir. Le débat porte sur le dimensionnement de ce plan et son caractère potentiellement inflationniste. Il représente 9 % du PIB (sur plusieurs années) et s'ajoute aux plans 2020 : 2 200 Md\$ en mars et 900 Md\$ en décembre (dont 500 Md\$ qui n'avaient pas été utilisés dans le 1^{er} plan). Le surplus d'épargne 2020 est évalué à environ 1 500 Md\$ et se compare à un écart de production (*output gap*) de 900 Md\$.

Le 27 janvier, **la Fed s'est engagée à maintenir les achats d'actifs jusqu'à ce que des progrès substantiels aient été accomplis sur les objectifs d'emploi et d'inflation.** Les membres considèrent que l'objectif d'emploi sera long à atteindre. Selon la Fed, les risques d'inflation sont plus équilibrés qu'en 2020, notamment dans les secteurs touchés par des problématiques d'approvisionnement. Le jugement sur l'inflation doit faire abstraction des hausses transitoires.

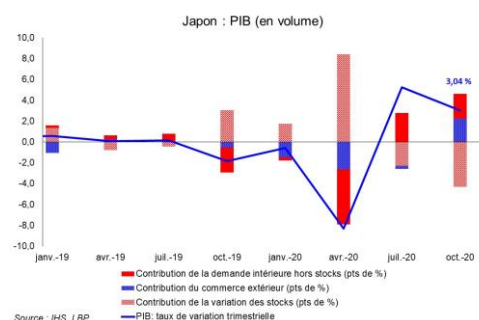
CHINE – La reprise est fragile

Peu d'indicateurs sont disponibles en Chine pour les mois de janvier et février en raison du nouvel an lunaire. **L'indice PMI Caixin, basé principalement sur des réponses d'entreprises privées, a baissé en février dans le secteur manufacturier (50,6 après 51,5).** En plus d'une baisse de l'activité attendue en raison du nouvel an lunaire, **la détérioration de l'indice relatif aux nouvelles commandes illustre les conséquences pour l'économie chinoise des résurgences de la crise sanitaire et des tensions latentes avec les Etats-Unis.** Les relations avec les Washington suite à la prise de fonction de J. Biden demeurent en effet un point délicat. Le nouveau président américain a annoncé une

« concurrence extrême » à venir avec Pékin. La Chine de son côté vient de lancer un nouveau plan quinquennal dont l'objectif est l'autosuffisance technologique.

JAPON – Rebond confirmé au 4^e trimestre

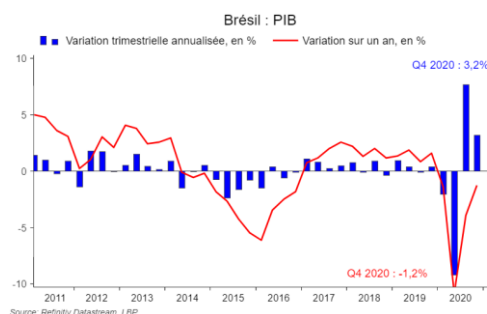
Le PIB japonais a augmenté de 3,0 % au 4^{ème} trimestre 2020, confirmant le rebond observé au 3^{ème} trimestre. La reprise de l'activité a été soutenue par une forte croissance des exportations en lien avec le dynamisme de l'économie chinoise. Les ventes de composants électroniques et de voitures vers Pékin ont notamment augmenté. **Au total sur l'année 2020, le recul du PIB japonais a été de 4,8 %.**



ECONOMIES EMERGENTES – L'Inde sort de récession ; la situation sanitaire s'aggrave au Brésil

L'Inde est sortie de récession au 4^e trimestre 2020 (3^e trimestre de l'exercice budgétaire 2020 – 2021), avec une croissance du PIB de 0,4 %. Le gouvernement estime que le recul de l'activité sur l'exercice budgétaire en cours devrait s'établir à -8 %. La reprise devrait être très dynamique. La prévision officielle pour l'exercice 2021 – 2022 est de 11 %, proche de celle du FMI. Ces chiffres ne prennent cependant pas en compte le secteur informel, important en Inde.

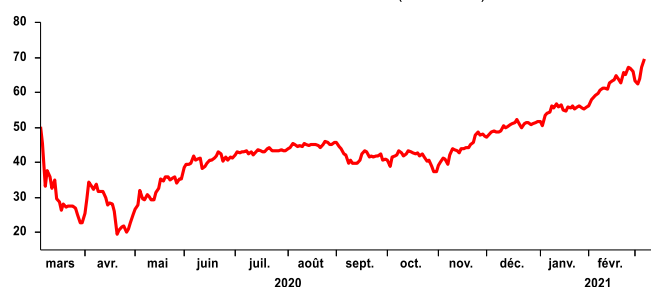
Le PIB brésilien a augmenté de 3,2 % au 4^e trimestre, après +7,7 % au trimestre précédent. En 2020, l'activité brésilienne s'est repliée de 4,1 %. Son recul a été limité par les mesures de soutien à l'économie, à hauteur de 8,4 points de PIB. L'économie brésilienne a ainsi mieux résisté que l'Argentine (-10 %) ou le Mexique (-8,5 %). Le recul de la consommation privée (68 % du PIB) a été de 5,5 % sous l'effet des mesures de distanciation sociale et l'importante dégradation du marché du travail (taux de chômage à 13,5 % en 2020). **L'activité pourrait se replier au 1^{er} trimestre 2021.** L'indice PMI dans le secteur manufacturier est en hausse, en zone d'expansion. Cependant, **la situation sanitaire du Brésil continue à s'aggraver et la campagne de vaccination reste très lente** (moins de 5 % de la population a reçu la première dose de vaccin).



PETROLE – Forte hausse du cours du baril

Le cours du baril de Brent a augmenté de plus de 10\$ en février, à 66\$ à la fin du mois soit le même niveau qu'au début de l'année 2020. L'amélioration des perspectives économiques a soutenu le prix de l'or noir. La situation demeure cependant fragile, dépendant notamment du succès des campagnes de vaccination. **Le cours du baril a également été tiré à la hausse par une offre limitée en février.** La production de l'OPEP+ a été conforme aux engagements de coupe pris début janvier et la production américaine a chuté de manière temporaire mi-février en raison de la vague de froid au Texas. **Début mars, lors de la réunion mensuelle de l'OPEP+, les membres ont décidé de ne modifier qu'à la marge les limites de production, entraînant une nouvelle hausse des prix.**

Cours du baril de Brent (en dollars)

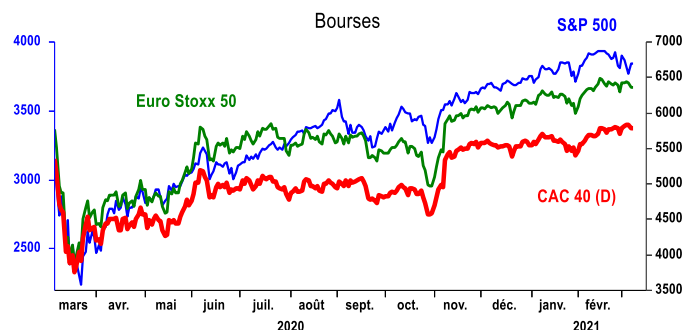


Source: Refinitiv Datastream, LBP

BOURSE – Prudence

Le début de l'année 2021 a été marqué par un peu d'hésitation sur les marchés. Les ratios élevés incitent à la prudence et à l'évaluation permanente du risque sanitaire. On constate la poursuite de différenciations sectorielles marquées (rebond des banques et automobile (respectivement +19 % et +10 % depuis le début de l'année) depuis le début de l'année ; services collectifs -4 % et alimentaire -2 %).

Bourses

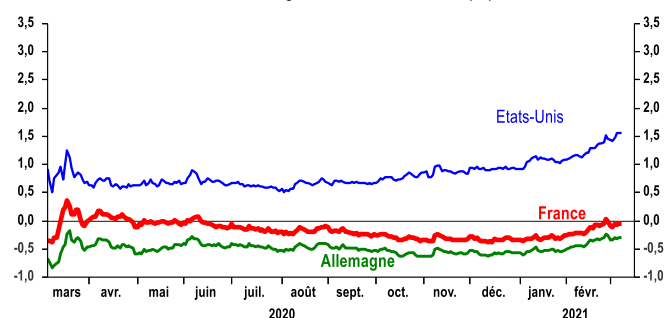


Source: Refinitiv Datastream, LBP

TAUX A LONG TERME – Hausse

Le mouvement d'intégration progressive de la reprise économique dans les taux a commencé aux États-Unis. Le taux à 10 ans américain a augmenté de 50 points de base (pb) dont 30 pb de taux réels et 20 pb d'inflation. Le taux à 10 ans français a augmenté de 30 pb.

Taux des obligations d'Etat à 10 ans (%)

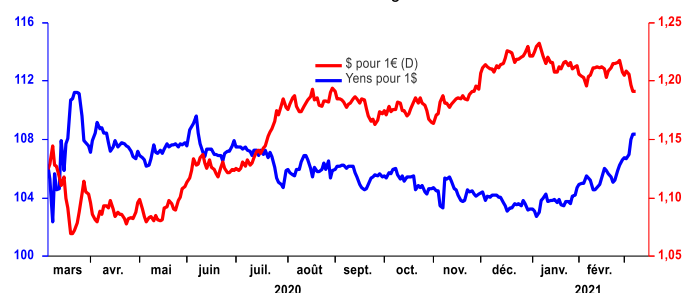


Source: Refinitiv Datastream, LBP

CHANGE – Stabilisation de l'euro/dollar

Les marchés des changes semblent stabilisés sur l'euro/dollar alors que l'écart de taux s'élargit entre les deux zones.

Taux de change



Source: Refinitiv Datastream, LBP

REPERES

BOURSE

	NIVEAUX			PERFORMANCE			
	Plus bas en 2021	Plus haut en 2021	05/03/21	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	31 962	31 496	7,2%	2,9%	-1,6%	5,5%
S&P 500	3 701	3 935	3 842	16,3%	2,3%	6,7%	4,8%
Nasdaq Composite	12 609	14 095	12 920	43,6%	0,2%	31,8%	2,7%
JAPON							
Nikkei 225	27 056	30 468	28 864	16,0%	5,2%	12,0%	3,1%
ZONE EURO							
Euro Stoxx 50	3 481	3 763	3 670			-5,1%	3,3%
France (CAC 40)	5 399	5 903	5 783			-7,1%	4,2%
Allemagne (Dax 30)	13 433	14 381	13 921			3,5%	1,5%
Espagne (IBEX 35)	7 758	8 444	8 287			-15,5%	2,6%
Italie (FTSE MIB)	21 573	23 682	22 966			-5,4%	3,3%
EUROPE							
FTSE 100 (RU)	6 407	6 873	6 631	-14,3%	2,6%	-19,0%	6,5%
Stoxx	396	419	409			-4,0%	2,4%
MONDE							
MSCI-Monde	2 662	2 830	2 729	14,1%	1,4%	4,7%	4,0%
MSCI-Emerging Markets	1 292	1 445	1 339	15,8%	3,7%	6,3%	6,3%

TAUX À LONG TERME

Taux à 10 ans	déc-20	févr-21	26-févr	05-mars
Allemagne	-0,57	-0,39	-0,26	-0,30
France	-0,33	-0,15	-0,01	-0,05
Italie	0,54	0,60	0,77	0,77
Espagne	0,05	0,24	0,43	0,40
Etats-Unis	0,93	1,25	1,46	1,55
Japon	0,02	0,09	0,17	0,09
Royaume-Uni	0,26	0,56	0,82	0,76

TAUX DE CHANGE

Taux de change	déc-20	févr-21	26-févr	05-mars
1 euro = ... dollars	1,22	1,21	1,21	1,19
1 euro = ... yens	126,27	127,43	129,28	128,89
1 euro = ... sterling	0,90	0,87	0,87	0,86
1 dollar = ... yens	103,75	105,35	106,58	108,34
1 sterling = ... dollars	1,35	1,39	1,39	1,38
1 dollar = ... yuans	6,54	6,46	6,47	6,50

Pour s'abonner à nos publications :



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

Direction de la Stratégie et de l'Innovation – Direction des études économiques :

Philippe Aurain, Directeur des études économiques

Alain Henriot, Responsable des études économiques

Romain Sarron, Adjoint au responsable des études économiques

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