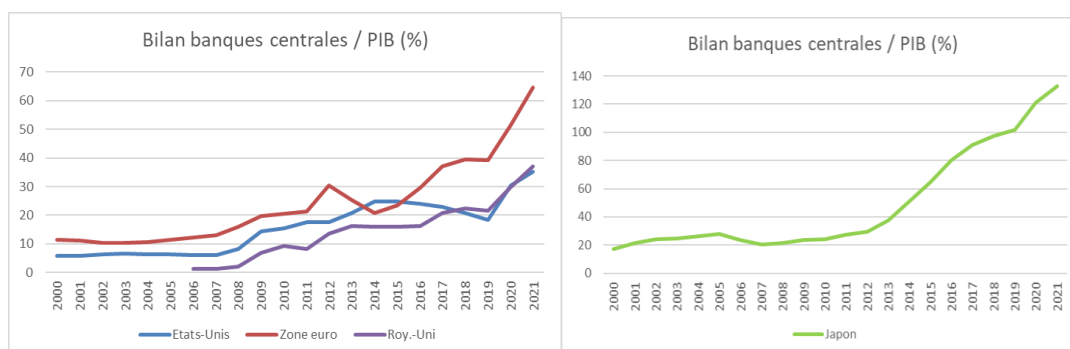


8 février 2022

Les banques centrales changent de cap

- Face à une inflation qui reste élevée, **les grandes banques centrales amorcent un changement de cap après quasiment deux ans de soutien monétaire ininterrompu**. Après avoir commencé à réduire ses achats d'actifs, la Reserve fédérale devrait procéder à une première remontée de son taux directeur dès le prochain Comité de politique monétaire. D'autres hausses suivront dans le courant de l'année. Ces perspectives ont conduit à une remontée des taux longs qui étaient demeurés très bas jusqu'à fin 2021, ce qui a secoué les marchés boursiers dans un environnement compliqué sur fond de dégradation de la situation sanitaire et d'incertitudes géopolitiques (notamment de vives tensions entre la Russie et l'Ukraine). En décembre, la Banque d'Angleterre avait déjà sauté le pas en procédant à une première hausse de son taux directeur. Elle a renouvelé l'opération début février. Elle ne devrait pas s'arrêter là. La BCE s'est engagée aussi sur la voie de la normalisation de la politique monétaire mais elle paraissait vouloir prendre son temps avant d'augmenter ses taux directeurs. Elle tablait en décembre sur le retour de l'inflation sous les 2 % fin 2022. Il paraît désormais probable qu'elle avance son calendrier de normalisation monétaire.
- Les banques centrales attendent de ce resserrement monétaire une modération de l'inflation, qu'elles veulent voir revenir vers leur cible de moyen terme (2 % pour la Fed ou la BCE). Dans les mois qui viennent **la remontée des taux d'intérêt devrait contribuer à freiner la demande, et donc la croissance**. Certains segments de l'économie, comme l'immobilier résidentiel, dont les prix ont beaucoup monté, vont probablement ressentir assez rapidement les effets de ce changement de tonalité des politiques monétaires. Il faut malgré tout garder en mémoire que la poussée inflationniste des derniers mois tient aussi à une crise énergétique très singulière, puisqu'elle pousse très fortement à la hausse les prix de plusieurs énergies et pas seulement le prix du pétrole. Les effets d'un resserrement monétaire sur cette dynamique seront peut-être plus longs à se manifester.



Alain Henriot

(contributeurs P. Aurain, M. Blanchet, C. Ponton et R. Rabeantoandro)

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

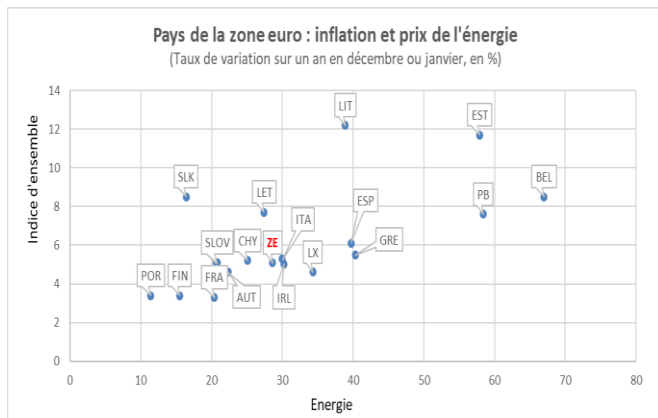
[CLIQUEZ ICI](#)

ZONE EURO – La BCE change de ton

Au 4^{ème} trimestre, le PIB de la zone euro n'augmente que de 0,3 % en rythme instantané, pâtissant des restrictions mises en place dans certains pays en fin d'année. Le PIB recule de 0,7 % sur le trimestre en Allemagne et de 2,2 % en Autriche qui avait opté pour un reconfinement. A l'inverse, la progression du PIB est très vive en Espagne (+2,0 %), proche de ce qui avait été observé le trimestre précédent. Le PIB espagnol demeure toutefois 4 % sous son niveau de fin 2019 alors que le PIB de la zone euro a retrouvé son niveau d'avant crise.

En janvier, l'indice PMI dans l'industrie se maintient à haut niveau, le taux d'utilisation des capacités de production fléchissant néanmoins depuis quelques mois pour se rapprocher de sa tendance de longue période. A noter en revanche un vif rebond de la production automobile en Allemagne en décembre qui reste toutefois à confirmer. **L'indice PMI fléchit encore un peu plus dans les services** sous l'effet des contraintes sanitaires. **Le taux de chômage tombe à 7 % en décembre, en dessous de son point bas de 2008.**

En janvier, l'inflation atteint 5,1 % sur un an contre 5,0 % le mois précédent. La hausse des prix de l'énergie se renforce à 28,6 % contre 25,9 % le mois précédent. A lui seul, ce poste explique 3 points d'inflation. Hors énergie et produits alimentaires, la hausse des prix se modère un peu en raison notamment de la disparition de l'effet de base sur la TVA allemande. Elle revient à 2,3 %. **Par pays, les disparités sont très fortes, reflétant en large partie les différences d'évolution des prix de l'énergie.**



Lors du Conseil des gouverneurs du 3 février, la BCE a maintenu ses taux directeurs et confirmé l'arrêt fin mars de son programme d'urgence (PEPP) face à la pandémie. Le ralentissement des achats d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence mis en place durant la pandémie (PEPP) est amorcé et il est prévu de s'achever à la fin mars 2022. Le remboursement des titres acquis dans le cadre du PEPP sera réinvesti jusqu'à la fin de 2024. Quant au programme de rachats d'actifs qui existait avant la pandémie, la BCE indique que les achats nets mensuels de ce programme (*Asset Purchase Programme*, APP) seront de 40 Md€ au 2^{ème} trimestre 2022 et de 30 Md€ au troisième trimestre. La BCE précise qu'à compter d'octobre, et pendant aussi longtemps que nécessaire, les achats nets de ce programme se

poursuivront à un rythme mensuel de 20 Md€. Elle a par ailleurs confirmé que la fin des achats nets sera effective peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE. **Une révision des projections de croissance et d'inflation interviendra en mars, ce qui pourrait conduire à une réappréciation de la situation économique et donc de la politique monétaire, a indiqué C. Lagarde.**

France – une croissance encore soutenue malgré la nouvelle vague épidémique

Au 4^{ème} trimestre, le PIB progresse de 0,7 %. Cette hausse est nettement plus modérée qu'au trimestre précédent mais elle reste vive au regard de la croissance potentielle de moyen terme. **Fin 2021, le PIB se situait 0,9 % au-dessus du niveau de fin 2019. En moyenne annuelle, le PIB augmente de 7 % après une contraction de 8 % en 2020.** La hausse de l'investissement des entreprises fait plus que compenser le recul de 2020. Ce n'est pas le cas de la consommation des ménages qui n'a encore que faiblement progressé au 4^{ème} trimestre malgré une certaine résilience des services. Les exportations progressent bien au 4^{ème} trimestre, comme au trimestre précédent, mais elles demeurent encore 3,5 % sous leur niveau de fin 2019, en lien notamment avec la faiblesse persistante de certains flux touristiques.

En janvier, le climat des affaires des affaires se dégrade de nouveau tout en se situant encore très sensiblement au-dessus de sa moyenne de longue période. Cet affaiblissement touche à peu près tous les secteurs sauf l'industrie pour laquelle au contraire le climat des affaires s'améliore un peu. Les contraintes d'offre restent importantes mais les difficultés d'approvisionnement se détendent quelque peu.

En janvier l'inflation atteint 2,9 % sur un an (2,8 % en décembre, selon l'indice national). La hausse des prix de l'énergie réaccélère (+19,7 % après +18,5 % le mois précédent). La hausse des prix des produits alimentaires est toujours forte pour les produits frais (+3,6 % sur un an) mais elle demeure contenue pour les produits transformés (+1,1 %). La hausse des prix des services est comparable à celle observée les mois précédents (+2,0 % sur un an), tandis que celle des prix des produits manufacturés se tempère (+0,6 %). Au stade de la production, la hausse des prix des produits industriels est très forte : 17,7 % sur un an. Elle est vertigineuse pour les produits des industries extractives (supérieure à 40 %) et encore davantage pour les produits du raffinage (+65 %). Elle est plus mesurée mais néanmoins soutenue (+4 %) pour les biens d'équipement et le matériel de transport et encore davantage (+15 %) pour les autres produits industriels, catégorie qui regroupe des secteurs très fortement utilisateurs de matières premières comme la chimie ou les industries métallurgiques.

Dans un contexte marqué par d'importantes contraintes d'offre, l'intensité des goulets d'étranglement est déterminante. **La Federal Reserve de New York a ainsi construit un indice synthétique reflétant ces contraintes au niveau mondial. Cet indicateur plafonnait à un haut niveau fin 2021. Les indices de taux de fret sont même repartis à la hausse courant janvier.** Selon les industriels interrogés pour l'élaboration de l'indice PMI, les délais de livraison demeurent toujours très élevés même si une petite détente intervient en janvier.

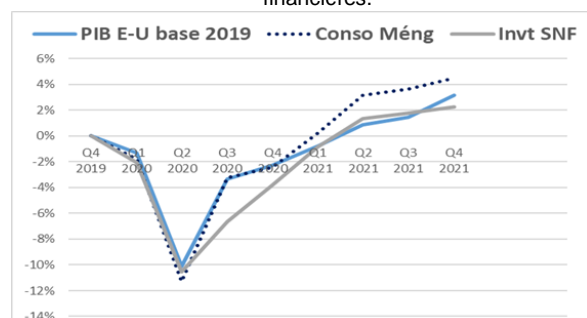


ETATS-UNIS – Ralentissement assez net en décembre dû aux restrictions

La première publication du PIB T4 fait apparaître une croissance de 6,9 % t/t reposant sur le rebond des services (contribution de 2%) mais **surtout sur la contribution du stockage qui a été massive (4,9%)**. Le revenu personnel nominal a augmenté de 0,5% sur le trimestre et 7% sur un an. **Le RDB réel a baissé de 1,5% (t/t) érodé par l'inflation.** La consommation réelle a progressé de 3,3%, avec 0,5% pour les biens et 4,7% pour les services. Le taux d'épargne a légèrement remonté sur un mois de 7,2 à 7,9% mais s'établit sur le trimestre à 7,4 %, sa valeur du T4 2019.

Sur l'année 2021 l'activité a crû de 5,7 %, la croissance reposant d'abord sur la consommation des ménages dont les dépenses ont bondi de 7,9 % sur l'ensemble de l'année (+18 % pour les biens durables, après déjà +7,7 % en 2020 et +5,9% sur les services après une baisse de 7,5 % en 2020). L'investissement des entreprises a rebondi de 7,3%. **Le PIB s'établit 3,1% au-dessus du T4 2019.**

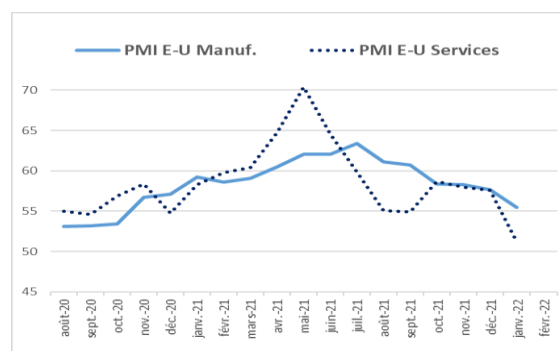
PIB, consommation des ménages et investissement des sociétés non financières.



Les créations d'emploi ont rebondi à 467 K, le taux de chômage a augmenté de 3,9 à 4% et le taux de participation quoique ayant gagné 0,3 points ce mois-ci reste 1,2 points inférieur au niveau pré crise. On

dénombrerait 6,3 millions de chômeurs pour 10,9 millions de postes vacants en décembre.

Le taux de démission (3,4 % des effectifs mensuels en novembre contre 2,6 % en 2019) montre un rapport de forces qui reste en faveur des salariés. **Dans l'hôtellerie-restauration, les salaires horaires moyens étaient, en décembre, supérieurs de 16 % à leur niveau de février 2020, contre +7 % dans le secteur manufacturier et +10 % dans les services.** L'indice du coût de l'emploi qui est construit pour évaluer les dynamiques salariales hors effets de composition **accélère nettement, à 4,0 % sur un an au 4e trimestre 2021 (après +3,7 %)**. L'inflation de décembre est ressortie à 7% (5,5% sous-jacente). Les PMI du mois de janvier indique une poursuite du ralentissement plus prononcé dans les services (51,2) que dans l'industrie (55,5).



Après le plan « infrastructures » de 1200 Md\$ (550 Md\$ de nouvelles dépenses), le gouvernement est toujours en négociation pour faire voter le plan « Famille » de 1800 Md\$. Par ailleurs le Congrès devra voter une hausse du plafond de dette pour éviter la fermeture des services non essentiels en février.

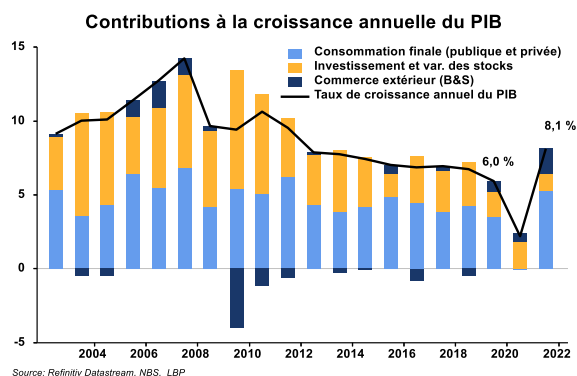
La Fed accélère. Suite au meeting des 26/27 janvier, le marché réévalue ses anticipations à 4 hausses de taux directeur sur 2022, la première étant prévue en mars. Le *tapering* cessant en mars, la réduction du bilan est anticipée à partir de juin.

CHINE – Fin d'année 2021 en trompe l'œil, ralentissement début 2022

Au 4^{ème} trimestre, la croissance du PIB s'est établie à +1,6 % par rapport au trimestre précédent (après +0,7 % au 3^{ème} trimestre). **Au total, la Chine affiche une croissance annuelle de +8,1 % en 2021, en net rebond par rapport à 2020 (+2,1 %), ce qui porte la croissance moyenne à +5,1 % ces deux années.** En 2021, la croissance a été essentiellement portée par la consommation (publique et privée), qui contribue pour +5,3 points à la croissance du PIB, et dans une moindre mesure par le rebond du commerce extérieur (contribution de +1,7 pt). Enfin, l'investissement et les variations de stocks ralentissent par rapport à 2020 et contribuent pour 1,1 pt à la croissance du PIB.

L'activité affiche toutefois des signes de ralentissement à plus court terme. Les ventes au détail ont ralenti très nettement en décembre à +1,7 % sur un an (contre +3,9 % en novembre), impactées par la chute des ventes automobiles (-7,4 % sur un an). Les indicateurs conjoncturels de janvier 2022 indiquent également un ralentissement de l'activité. Dans

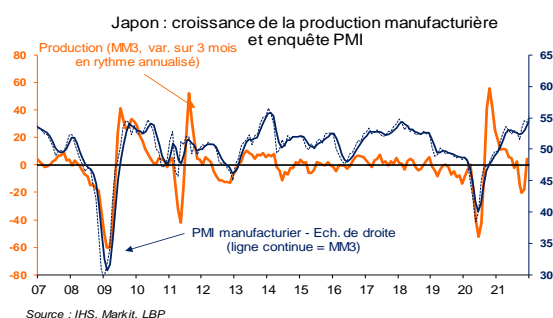
l'industrie, l'indice PMI Caixin passe en zone de contraction de l'activité (à 49,1 après 50,9 en décembre) tandis que l'indice officiel NBS se maintient de peu en zone d'expansion (à 50,1 après 50,3). Les nouvelles restrictions liées à la recrudescence des cas de Covid-19 – qui vont dans le sens de la politique « zéro Covid » accentuée dans le cadre des JO d'hier – ont occasionné des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Dans le secteur des services, l'indice PMI NBS a également diminué en janvier (à 51,1 après 52,7).



Pour faire face à ce ralentissement de l'activité, la banque centrale chinoise (PBoC) a assoupli davantage sa politique monétaire en annonçant plusieurs baisses de taux les 17 et 20 janvier : les taux interbancaires et ceux servant de référence pour les crédits des banques ont été abaissés de 10bp. Cela n'était pas arrivé depuis avril 2020 et ces annonces font suite à des mesures d'assouplissement plus ciblées réalisées en fin d'année 2021.

JAPON – Des signaux encourageants

L'indice PMI dans le secteur manufacturier a connu une hausse en janvier (55,4 après 54,3 en décembre). Cette amélioration reflète à la fois **une production et de nouvelles commandes bien meilleures que ce qui a été observé en fin d'année.** Toutefois, le secteur industriel fait toujours face aux surchauffes du côté des intrants (hausse des délais de livraison, contraintes d'approvisionnement et augmentation des prix des matières premières). Pour préserver les marges des entreprises, la hausse du coût de production pourrait se répercuter au consommateur. **La Banque du Japon (BoJ) a laissé inchangé sa politique lors de la dernière réunion de politique monétaire le 18 janvier.**



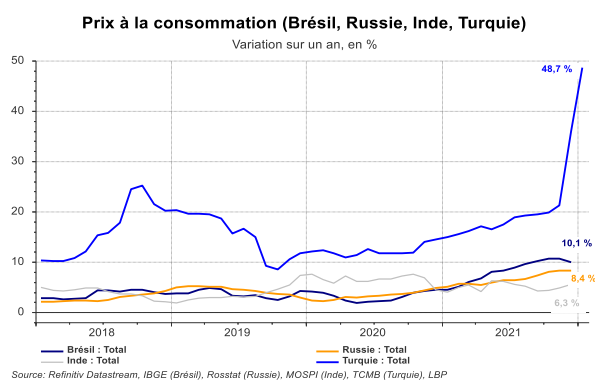
PAYS EMERGENTS – Le secteur industriel montre des signes de léger mieux

L'envolée du nombre cas ne s'accompagne pas d'une importante fermeture des économies

émergentes. L'épidémie progresse en Amérique latine où le nombre de cas est très élevé en Argentine, bien qu'en reflux, et augmente vivement au Brésil. Il est aussi important en Turquie et en Russie mais semble plus modérer en Inde. En raison de la moindre virulence du variant Omicron, cette résurgence ne s'accompagne pas de nouvelles mesures prophylactiques lourdes sur l'activité bien qu'elles pèsent en partie sur le secteur des services.

Après avoir marqué nettement le pas, l'activité industrielle dans les économies émergentes semble globalement montrer des signes de reprise (+0,7 % en novembre 2021 selon le CPB). Les enquêtes IHS de janvier indiquent un tassement dans la hausse des coûts, des stocks qui se reconstituent dans un contexte où les problèmes d'approvisionnement s'allègent un peu bien que toujours prégnants. Dans la zone ASEAN, le PMI industriel se stabilise en janvier sur un haut niveau historique (à 52,7) après avoir fortement rebondi en septembre par suite du desserrement des mesures sanitaires. L'indice en Inde est bien orienté (54,0), comme en Russie (51,8) mais continue de reculer en Turquie (à 50,5 après 52,1) et au Brésil évoluant pour ce dernier à un bas niveau (47,8 après 49,8).

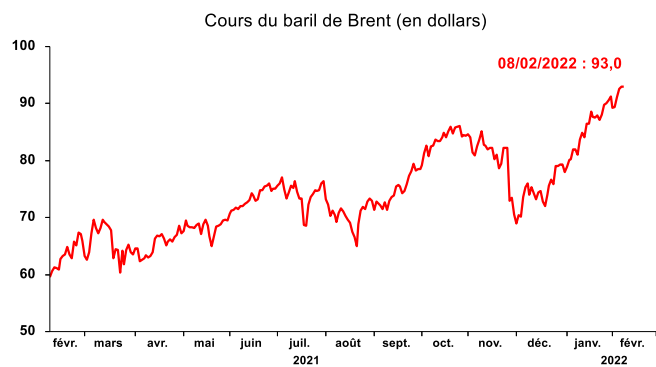
L'inflation faiblit légèrement au Brésil (+10,1 % en décembre sur un an après 10,7 %) avec le ralentissement des prix alimentaires et des transports et se stabilise en Russie (+8,4 %). En revanche, la crise de change en Turquie a généré une forte poussée inflationniste qui continue de progresser rapidement (+48,7 % en janvier) ce qui grève le pouvoir d'achat notamment sur les biens alimentaires qui sont en majorité importés.



La banque centrale du Brésil a de nouveau augmenté son taux directeur en ce début de mois (+150 pbs, à 10,75 %) et continue ainsi son cycle de resserrement monétaire volontariste face à la persistance de l'inflation au-dessus de sa cible. Le taux évolue maintenant sur un haut niveau et surtout bien au-dessus de l'estimation du taux d'équilibre, ce qui pèse nettement sur les décisions d'investissement. Sauf surprise sur l'inflation, le taux devrait atteindre son acmé au 2^e trimestre à 12 % selon les marchés. En revanche, **aucun resserrement monétaire n'est attendu en Turquie** en dépit de l'envolée de l'inflation. Si la politique monétaire actuelle venait à perdurer, une dépréciation encore plus marquée de la livre turque pourrait advenir dans cet environnement où les prix s'envolent ; ce qui viendrait accentuer les maux actuels en nourrissant l'inflation importée.

PETROLE – Reprise du prix du baril

Le cours du baril de Brent a poursuivi son rebond en début d'année et s'établissait autour de 90\$ fin janvier (en hausse de plus de 12\$ par rapport à la fin du mois de novembre). Plusieurs facteurs d'offre expliquent cette nette hausse des cours : (i) les tensions géopolitiques autour de la question ukrainienne et l'approvisionnement en pétrole russe – 3e plus gros producteur mondial ; et (ii) plusieurs pays producteurs (Nigéria, Angola notamment) ont eu du mal à atteindre les objectifs de production fixés par l'OPEP+. Au contraire, la diminution des anticipations sur la croissance mondiale ne semble pas avoir d'impact significatif sur les cours du Brent à ce stade. **Malgré la forte hausse des cours du pétrole, l'OPEP+ a choisi de ne pas remettre en cause l'augmentation progressive et modérée de sa production lors de sa réunion du 2 février 2022.**

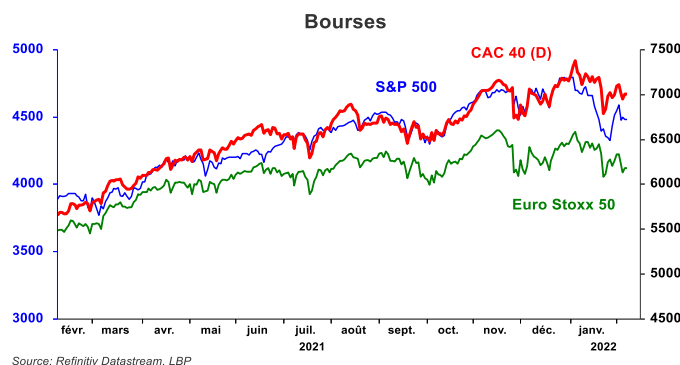


BOURSE – Des Bourses ballotées

Les Bourses enregistrent un début d'année difficile, ballotés entre les annonces de la Fed, le risque géopolitique ukrainien, les tensions sur les prix énergétiques et l'extension du variant Omicron.

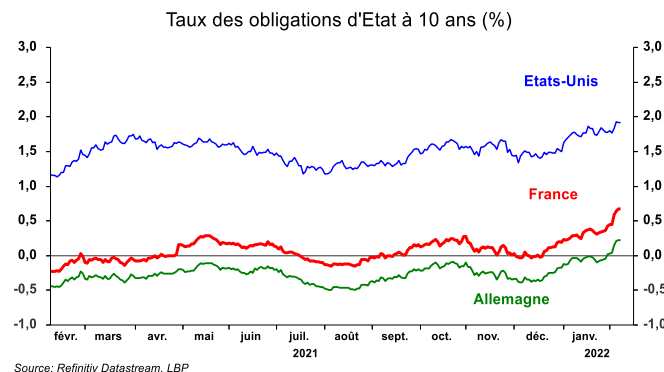
Ils corrigent globalement en pénalisant les titres de croissance et technologiques dont les perspectives de croissance sont plus éloignées.

Les secteurs qui s'en sortent le mieux sont logiquement les financières qui devraient profiter d'une hausse des taux, et l'énergie.



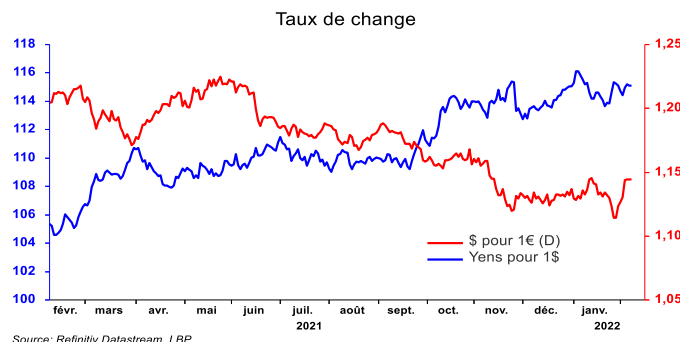
TAUX A LONG TERME – Tendance haussière

Avec des hauts et des bas sur le mois de janvier, les marchés de taux ont finalement opté pour une sortie par le haut, aidés en cela par les clarifications de la Fed.



CHANGE – L'euro s'était affaibli en début d'année

L'écart de politique monétaire entre les deux côtés de l'Atlantique a joué clairement contre l'euro qui s'est affaibli en début d'année.



REPERES

BOURSE

| | NIVEAUX | | | PERFORMANCE | | | |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| | Plus bas | Plus haut | 04/02/22 | en monnaie locale | | en euros | |
| | | | | En | Depuis le | En | Depuis le |
| ETATS-UNIS | en 2022 | en 2022 | | 2021 | 1/1/2022 | 2021 | 1/1/2022 |
| Dow Jones | 35 912 | 36 800 | 35 090 | 18,7% | -3,4% | 27,6% | -4,1% |
| S&P 500 | 4 659 | 4 797 | 4 501 | 26,9% | -5,6% | 36,3% | -6,2% |
| Nasdaq Composite | 14 807 | 15 833 | 14 098 | 21,4% | -9,9% | 30,4% | -10,5% |
| JAPON | | | | | | | |
| Nikkei 225 | 28 124 | 29 332 | 27 440 | 4,9% | -4,7% | 1,2% | -5,4% |
| ZONE EURO | | | | | | | |
| Euro Stoxx 50 | 4 240 | 4 392 | 4 087 | | | 21,0% | -4,9% |
| France (CAC 40) | 7 116 | 7 376 | 6 951 | | | 28,9% | -2,8% |
| Allemagne (Dax 30) | 15 768 | 16 272 | 15 100 | | | 15,8% | -4,9% |
| Espagne (IBEX 35) | 8 707 | 8 817 | 8 589 | | | 7,9% | -1,4% |
| Italie (FTSE MIB) | 27 354 | 28 163 | 26 604 | | | 23,0% | -2,7% |
| EUROPE | | | | | | | |
| FTSE 100 (RU) | 7 385 | 7 564 | 7 516 | 14,3% | 1,8% | 21,5% | 1,1% |
| Stoxx | 479 | 494 | 462 | | | 22,2% | -5,3% |
| MONDE | | | | | | | |
| MSCI-Monde | 3 166 | 3 248 | 3 061 | 20,1% | -5,3% | 29,1% | -5,9% |
| MSCI-Emerging Markets | 1 217 | 1 267 | 1 221 | -4,6% | -0,9% | 2,5% | -1,6% |

TAUX À LONG TERME

| Taux à 10 ans | déc-21 | janv-22 | 28-janv | 04-févr |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| Allemagne | -0,31 | -0,06 | -0,04 | 0,21 |
| France | 0,05 | 0,31 | 0,37 | 0,65 |
| Italie | 1,02 | 1,33 | 1,35 | 1,75 |
| Espagne | 0,43 | 0,65 | 0,70 | 1,05 |
| Etats-Unis | 1,46 | 1,76 | 1,78 | 1,93 |
| Japon | 0,05 | 0,13 | 0,16 | 0,20 |
| Royaume-Uni | 0,83 | 1,17 | 1,24 | 1,41 |

TAUX DE CHANGE

| Taux de change | déc-21 | janv-22 | 28-janv | 04-févr |
|---------------------------------|--------|---------|---------|---------|
| 1 euro = ... dollars | 1,13 | 1,13 | 1,11 | 1,14 |
| 1 euro = ... yens | 128,76 | 129,94 | 128,56 | 131,87 |
| 1 euro = ... sterling | 0,85 | 0,83 | 0,83 | 0,85 |
| 1 dollar = ... yens | 113,92 | 114,85 | 115,24 | 115,20 |
| 1 sterling = ... dollars | 1,33 | 1,36 | 1,34 | 1,35 |
| 1 dollar = ... yuans | 6,37 | 6,35 | 6,36 | 6,36 |

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

Corentin Ponton, Économiste

Ranto Rabeantoandro, Statisticien économiste

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