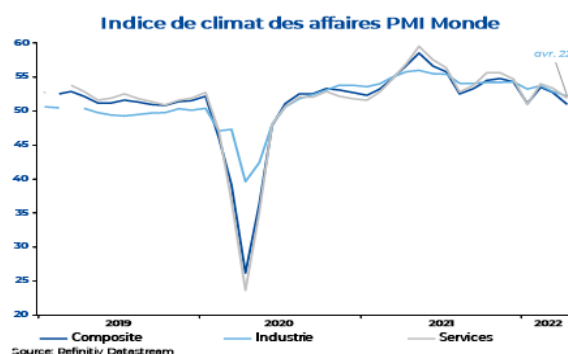


10 mai 2022

Vents contraires sur la croissance

- Les nuages s'amoncellent au-dessus de l'économie mondiale. **L'environnement géopolitique reste toujours très incertain** et la guerre en Ukraine se prolonge. **Si les prix des matières premières se sont globalement stabilisés ces dernières semaines, un arrêt des flux de pétrole de la Russie vers l'Europe pourrait être source de nouvelles tensions.** Après le choc initial lié aux goulets d'étranglement *post* crise sanitaire et au renchérissement des prix des matières premières, **les effets de second tour sur l'inflation sont clairement perceptibles en aval** (prix industriels et alimentaires, transport). **Les salaires accélèrent aussi dans le monde anglo-saxon** en réaction à un marché du travail tendu. Peu d'information est disponible en zone euro depuis le début de l'année mais en France l'accélération des prix a conduit à une nette revalorisation du Smic. Par ailleurs, **la politique du zéro Covid menée en Chine perturbe de nouveau les chaînes d'approvisionnement.** Enfin, face à la vigueur de l'inflation, **les banques centrales ont amorcé leur resserrement monétaire.** Celui-ci devrait être marqué outre-Atlantique, plus mesuré en zone euro. Cela ne peut que mordre sur la croissance.
- **Si les indicateurs de climat des affaires avaient plutôt donné une image de résilience de l'économie mondiale depuis le début de l'année, l'évolution du PIB au 1^{er} trimestre a déçu aux Etats-Unis et en Europe.** Outre-Atlantique, le PIB s'est contracté, même si les dépenses de services des ménages se sont accrues. En zone euro, la progression du PIB a été très modérée, recouvrant une stagnation en France et un repli en Italie. Les pertes de pouvoir d'achat des ménages risquent de prolonger l'affaiblissement de leurs dépenses dans les mois à venir.
- **Cet environnement macroéconomique a pesé sur les marchés financiers. Depuis le début de l'année les Bourses affichent un recul**, de l'ordre de 10 %, plus marqué pour les valeurs technologiques (environ -20 % pour le Nasdaq). Par ailleurs, **les taux d'intérêt à long terme se maintiennent sur une trajectoire haussière**, intégrant les anticipations de resserrement monétaire. Cela se traduit aussi par un **écartement des *spreads* entre émetteurs avec le risque de réapparition d'une fragmentation financière au sein de la zone euro auquel la BCE se doit d'être attentive.** Reste à savoir comment les banques centrales se comporteront si le freinage de l'économie mondiale se prolongeait voire s'amplifiait.



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 –Inflation au plus haut, affaiblissement de la croissance

En avril, l'indice PMI dans les services est en hausse avec la poursuite de la réouverture des économies. Celui dans l'industrie fléchit mais il se situe encore à un niveau élevé. La composante sur la production courante s'est néanmoins détériorée, les perspectives également. L'évolution du PIB au 1^{er} trimestre (+0,2 % pour l'ensemble de la zone euro) a plutôt déçu. On observe une certaine hétérogénéité par pays (+2,6 % d'un trimestre à l'autre au Portugal sous l'effet de la levée des contraintes sanitaires, -0,2 % en Italie).

L'inflation se maintient à un niveau très élevé en avril (7,5 % sur un an après 7,4 % en mars). Hors énergie et produits alimentaires, les prix accélèrent (3,5 % sur un an après 3 % en mars). L'affaiblissement de l'euro est aussi une source d'inflation supplémentaire. La hausse sur un an est de 3,8 % pour les produits industriels (au plus haut depuis la fin des années 1990) et de 3,3 % pour les services (un niveau comparable au pic de 2002). C'est le signe que les pressions inflationnistes se diffusent de l'amont vers l'aval.

Lors du Conseil des gouverneurs du 14 avril, la BCE n'a pas donné de nouvelles informations sur le calendrier du resserrement monétaire. Faucons (les gouverneurs des pays du Nord) et colombes (dont la Présidente ?) s'affrontent à pas feutrés. Un arrêt des achats nets d'actifs devrait être confirmé en juin avant une première hausse du taux de la facilité de dépôt en juillet ou septembre. Les investisseurs tablent désormais sur trois ou quatre hausses (à hauteur de 90 points de base au total) d'ici fin 2022, ce qui impliquerait une augmentation du taux de refinancement aussi. C'est peut-être beaucoup si l'activité plafonne et si l'inflation se tempère à la suite d'une stabilisation des prix de l'énergie.

De l'autre côté de la Manche, la Banque d'Angleterre (BoE) a porté son taux directeur à 1 % début mai (+25 points de base (pb)), à 6 voix contre 3, trois membres s'étant prononcés pour une augmentation de 50 pb. La BoE prévoit que l'inflation pourrait avoisiner 10 % sur un an, notamment sous l'effet d'une hausse des plafonds tarifaires pour le gaz en octobre (de l'ordre de 40 % après 54 % en avril !). Dans ce contexte, elle considère que le Royaume-Uni est susceptible d'entrer en récession dans le courant de l'année.

Royaume-Uni : confiance des ménages (solde d'opinion)

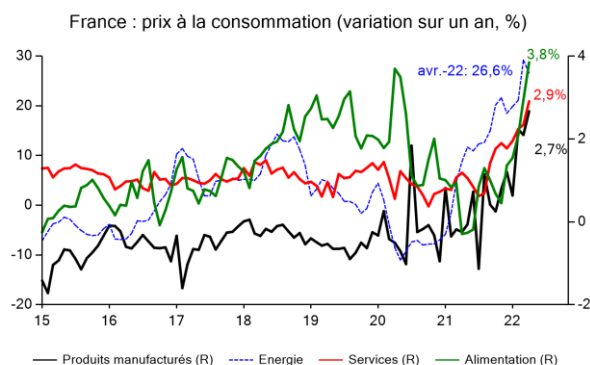


France – La consommation est à la peine

En avril, l'indice synthétique de climat des affaires de l'Insee se tasse légèrement. La dégradation est marquée pour le commerce de détail alors que les autres secteurs font plutôt preuve de résilience. Le PIB a stagné au 1^{er} trimestre (l'acquis de croissance pour 2022 -progression moyenne sur l'année si le niveau du PIB restait inchangé- est de 2,4 %). La consommation des ménages recule nettement (-1,3 % après +0,6 %). Les dépenses en volume en énergie et dans l'alimentaire sont particulièrement touchées, en écho aux hausses de prix. L'investissement des entreprises reste sur une trajectoire haussière mais celui des ménages (achats de logements neufs ou travaux onéreux) se tasse. Les exportations progressent encore après une fin d'année 2021 dynamique. Les variations de stocks contribuent de nouveau positivement à la croissance (+0,4 point après +0,3 point au quatrième trimestre 2021).

Au 1^{er} trimestre, l'emploi salarié dans le secteur privé a augmenté de 0,3 %, soit 66 100 postes. Le nombre de demandeurs d'emploi en catégorie A a baissé de 5,3 % (164 700) et de 16,5 % sur un an (un changement des modalités d'inscription pour les jeunes a toutefois conduit à un transfert de 32 000 personnes de la catégorie A vers la catégorie B). Au-delà de cet aspect statistique, le nombre de jeunes demandeurs d'emploi est en net recul. L'envolée du nombre de bénéficiaires de contrats d'apprentissage n'y est pas étrangère : il atteignait 898 600 en février 2022 contre 499 350 en février 2020.

L'inflation augmente encore un peu en avril (à 4,8 % sur un an après 4,5 % en mars) malgré la modération de la hausse des prix de l'énergie (+26,6 % après 29,2 %). Rappelons que le gouvernement a instauré au 1^{er} avril une ristourne de 18 centimes sur le prix de l'essence. En revanche, les hausses de prix des autres produits se renforcent avec la répercussion des augmentations de coûts en amont (produits manufacturés, transport, produits alimentaires). Les indicateurs de salaires ne montraient pas pour l'instant de forte réaction à la hausse de l'inflation. Mais la revalorisation du SMIC pourrait changer la donne (+2,65 % au 1^{er} mai et +5,9 % sur un an). Comment les entreprises vont-elles supporter cette hausse des rémunérations alors que leurs trésoreries semblent se dégrader ?

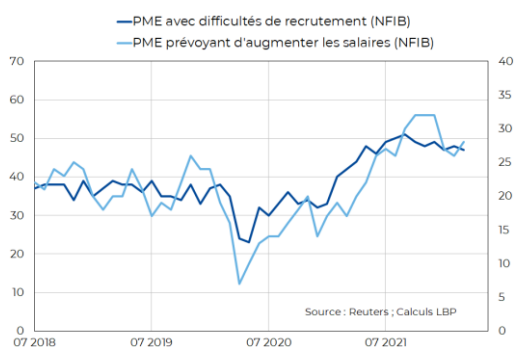


La production industrielle mondiale avait continué à croître en février même si la progression de la production chinoise s'était tempérée. **En avril, l'indice PMI de climat des affaires dans l'industrie est resté au-dessus du seuil de 50**, délimitant les phases d'expansion et de contraction de l'activité, **mais il est au plus bas depuis avril 2020**. La composante « nouvelles commandes à l'exportation » de l'indice PMI mondial pour l'industrie s'est maintenu pour le second mois consécutif sous le seuil des 50, signalant un tassement du commerce mondial. Le confinement de certaines grandes villes chinoises (et de certains ports) est un frein. Le coût du fret semble s'infléchir depuis le début de l'année. L'indice global PMI dans les services fléchit encore un peu en avril alors qu'il avait bien rebondi en février avec la levée des contraintes sanitaires en Europe et aux Etats-Unis.

ETATS-UNIS – Phase de transition

La croissance du PIB du T1 s'est établie à -1,4 % (t/t annualisé) malgré une consommation toujours dynamique (+2,7 %) grâce aux services (+4,3 %). L'activité a pâti des baisses de stocks (-0,8 %), des importations (+18 %), des dépenses publiques (-2,7 %). Le déficit de la balance commerciale pour les seuls biens s'est creusé à un niveau record, à 125,3 milliards de dollars (+19 milliards de dollars). Le RDB réel s'est creusé de -2 % sur le trimestre.

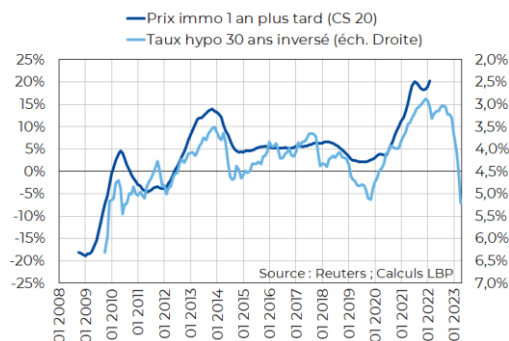
Les indicateurs avancés du mois d'avril envoient des signaux ambigus. Le PMI manufacturier S&P reste solide (59,2) alors que l'ISM est baisse (55,4). La confiance des consommateurs se redresse légèrement (Michigan 65,2 après le trou d'air à 59,4 en mars). Les inscriptions hebdomadaires au chômage restent sous la moyenne 2017-2019 (180 K vs 225 K) mais rebondissent légèrement (200 K) et le nombre des bénéficiaires d'indemnités est inférieur au niveau pré-crise (1400 K vs 1800 K moy. 2017-2019). Les créations d'emplois (NFP) restent élevées en avril à 431 K (vs 180 K moy. 2017-2019) et avril (ADP 247 K). La hausse du taux de participation se poursuit (62,4 % vs 63 % 2017-2019). Le chômage s'établit à 3,6 %. Le salaire moyen horaire a crû de 5,6 % en avril (sur un an). L'indice du coût de l'emploi a cru de 4,5 % sur un an au T1. Les indicateurs de tensions salariales et des difficultés d'approvisionnement (graphique ci-dessous) semblent se stabiliser.



Concernant l'immobilier, les mises en chantier résidentielles ont atteint un niveau inégalé depuis 2006 (1788 K) en février et croissent de 5 % sur l'ensemble

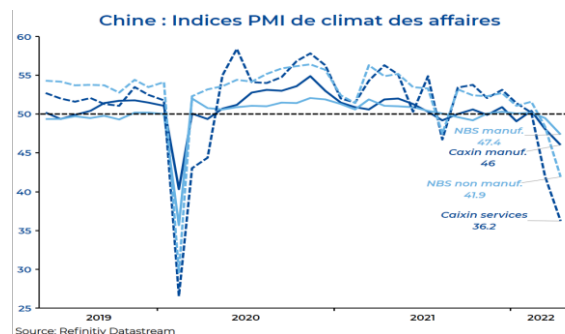
du trimestre. Les transactions dans l'ancien ont baissé de 2,7 % (g.a). Les délais de ventes atteignent un record de rapidité (17 jours). Les prix (CS20) rebondissent à 20,2 % a/a. malgré la hausse des taux 30 ans (cf. graphique infra). La productivité du travail est en baisse de 7,5 % au T1, le pire chiffre depuis 1947 (principalement à cause des services). Ce chiffre pourrait présager une moindre dynamique de l'emploi dans les mois à venir.

L'inflation de mars est ressortie à 8,5 % (6,5 % sous-jacente). **La FED a augmenté son taux directeur de 50 pb le 4 mai comme attendu, avec une granularité inédite depuis 22 ans**, le portant sur la fourchette 0,75/1 %. Le marché anticipe 8 hausses supplémentaires (en équivalent 25 pb) d'ici fin 2022 qui porteraient le taux de référence sur la fourchette 2,75/3 %. La réduction du bilan commencera le 1^{er} juin pour 47 Md\$ par et passera à 95 Md\$ par mois au 1^{er} septembre.



CHINE – Dégradation significative de la conjoncture

La croissance chinoise est restée vigoureuse au 1^{er} trimestre 2021 : l'estimation préliminaire du PIB indique un léger rebond de l'activité sur un an (+4,8 % sur un an, contre +4,0 % au 4^e trimestre 2021) et l'économie chinoise enregistre deux trimestres consécutifs de croissance vigoureuse (+1,6 % en variation trimestrielle au 4^e trimestre 2021 et +1,3 % au 1^{er} trimestre 2022). Cette performance, supérieure aux prévisions des institutions, résulte du dynamisme de l'activité en janvier et février. En mars, les indicateurs conjoncturels étaient en effet orientés à la baisse, avec un ralentissement de la production industrielle et de l'investissement et une diminution des ventes au détail.



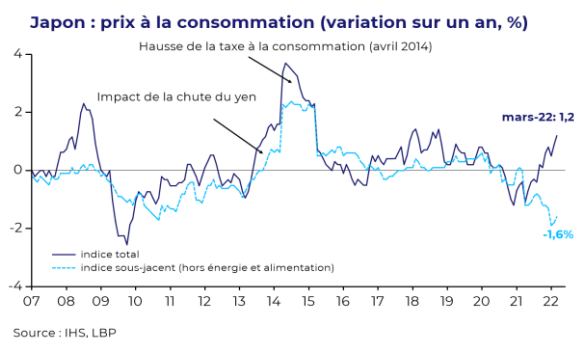
Les indices du climat des affaires indiquent toutefois un ralentissement très fort de l'activité au 2^e trimestre. Les indices de climat des affaires ont ainsi nettement fléchi en avril, en zone de contraction de l'activité. Dans l'industrie, l'enquête Markit (46 contre 48,1 en mars) et NBS (47,4 après 49,5) signalent une

diminution de l'activité sous l'effet des restrictions sanitaires. En parallèle, les nouvelles commandes fléchissent et les délais de livraison s'allongent avec les difficultés d'approvisionnement. Dans les services, le PMI de Markit recule nettement (36,2 après 42,0) tout comme celui NBS (41,9 après 48,4). Cette dégradation reflète à la fois le renchérissement des prix et les effets des mesures sanitaires. **Le confinement se poursuit en effet à Shanghai et les mesures de contrôle épidémique à Pékin ont été fortement renforcées.**

Les autorités ont annoncé une série de mesures économique afin de limiter le ralentissement de l'activité. Les autorités multiplient les mesures de soutien monétaire depuis fin 2021 et la banque centrale de Chine (PBoC) a décidé une baisse du ratio de réserves obligatoires (RRR) des institutions financières de 25 pb supplémentaire en avril. En outre, Xi Jinping a évoqué un grand plan d'investissements en infrastructures, sans chiffrer cette annonce pour le moment.

JAPON – Nouveau plan de relance

L'indice PMI manufacturier a légèrement baissé en avril (53,5 après 54,1 en mars). Le secteur fait toujours face aux perturbations sur les marchés internationaux notamment par l'impact de la guerre en Ukraine et de la stratégie zéro covid en Chine. **Les prix à la consommation ont augmenté de 1,2 % sur un an en mars (-1,6 % pour l'inflation sous-jacente et +0,8 % pour l'indicateur hors produits alimentaires frais suivi par la Banque du Japon (BoJ).** **La remontée de l'inflation devrait se prolonger** en lien avec la hausse continue du prix de l'énergie, l'annulation des effets de la chute des prix dans le secteur de la téléphonie au printemps 2021 et l'accentuation des pressions sur le prix des produits importés suite à la dépréciation du yen face au dollar américain.



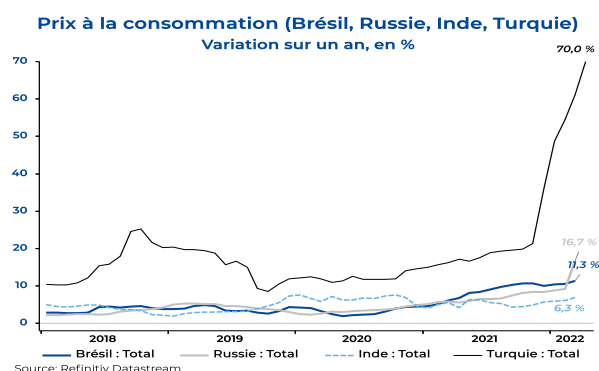
Le gouvernement japonais a annoncé un plan de relance à hauteur de 6 200 Mds de yens (46 Md€). Les mesures prendront la forme de soutien financier aux PME face à l'envolée des prix des intrants, de subvention aux distributeurs de carburants afin de limiter la hausse des prix à la pompe et de prime de pouvoir d'achat aux ménages les moins aisés. **Au niveau de la politique monétaire,** la BoJ maintient son taux de dépôt à -0,1 % et sa cible de rendement des obligations d'État à 10 ans autour de 0 %.

PAYS EMERGENTS – Des tensions inflationnistes toujours un peu plus mordantes sur l'activité

Après avoir nettement progressé en début d'année, le nombre de cas en Asie hors Chine reflue nettement et retrouve des bas niveaux.

La production industrielle connaît des évolutions disparates dans les économies émergentes. Depuis le début de l'année, elle progresse dans l'Asie émergente dans le sillage de l'activité en Chine mais demeure atone au Brésil, en Inde et fléchit en Russie (avant effet de la guerre). **Les enquêtes PMI d'avril se montrent globalement résilientes face à la guerre en Ukraine.** L'indice composite en avril progresse nettement au Brésil (58,5 après 56,6) soutenu par l'amélioration des soldes dans les services (PMI services à 60,6 après 58,1). Il progresse aussi en Inde avec (54,7 après 54,0). Le PMI industrie pour les ASEAN continue d'évoluer à un haut niveau malgré le récent ralentissement chinois qui touche pour l'heure plus fortement le secteur des services.

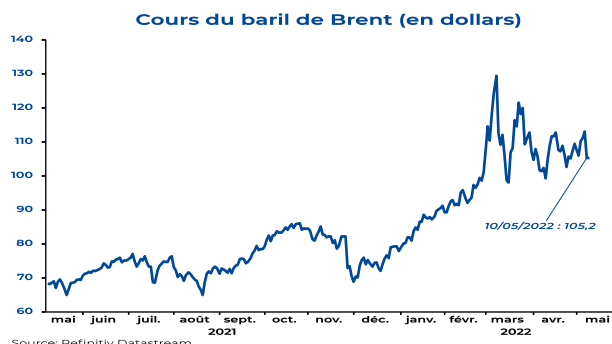
Nonobstant le resserrement monétaire à l'œuvre, l'inflation continue de progresser dans les économies émergentes. En mars, l'inflation augmente à nouveau au Brésil (+11,3 % sur un an, après +10,5 %) soutenu par la progression des prix alimentaires et du transport. L'inflation augmente aussi très nettement en Russie (+16,7 % après +9,1 %) avec la hausse des prix alimentaires. La progression des prix est en revanche plus modérée en Inde (+6,3 %). L'inflation en avril continue d'être à des niveaux alarmants en Turquie (+70,0 %). En conséquence, **la phase de resserrement monétaire s'intensifie en Amérique Latine,** la banque centrale du Brésil a augmenté de nouveau son taux directeur en mai (à 12,75 %, +100 bps) et une nouvelle hausse est attendue cet été. Après avoir augmenté drastiquement son taux directeur de 9,5 % à 20 % dans la foulée des premières sanctions, **la Banque centrale russe l'a baissé deux fois fortement pour atteindre actuellement 14 %** en raison, selon la BC, du renforcement récent du rouble en dépit de la forte hausse de l'inflation sur les derniers mois.



Notons que les risques inhérents à la rapide hausse des taux mondiaux sur les économies émergentes semble être de plus en plus prégnants pour certaines économies émergentes. Dans ses dernières prévisions, le FMI mentionne explicitement le risque qui pèse sur les pays à faible revenu face à la hausse rapide des taux mondiaux. La dette extérieure encore élevée par rapport aux rentrées de devises dans ces pays ; ainsi que le fort endettement en sortie de la crise sanitaire pourraient fragiliser nettement ces économies.

PETROLE – Pressions haussières sur le prix face au risque d'embargo européen

Le prix du pétrole a évolué à de hauts niveaux tout au long du mois d'avril, à plus de 100 \$ le baril de Brent, et s'affiche au-dessus de ce seuil début mai à 110 \$. Le marché du pétrole serait globalement revenu à l'équilibre en mars 2022, avec un équilibre offre-demande s'établissant autour de 99 mb/j – un niveau faible comparé à 2019 où cet équilibre se faisait autour de 101 mb/j. La demande de pétrole s'est en effet contractée depuis deux mois, dans un contexte de dégradation de la croissance mondiale, d'incertitudes sur l'évolution de la crise sanitaire en Chine et de renforcement du dollar par rapport aux autres devises. **Au total, les tensions sur le prix du baril semblent alimentées par l'éventualité d'un embargo progressif de l'UE sur le pétrole russe.** Après avoir décidé un embargo sur le charbon russe début avril, Bruxelles a en effet proposé d'arrêter d'ici 6 mois les importations de pétrole russe, dans le cadre d'un 6^e paquet de sanctions contre Moscou, sans accord à ce stade.

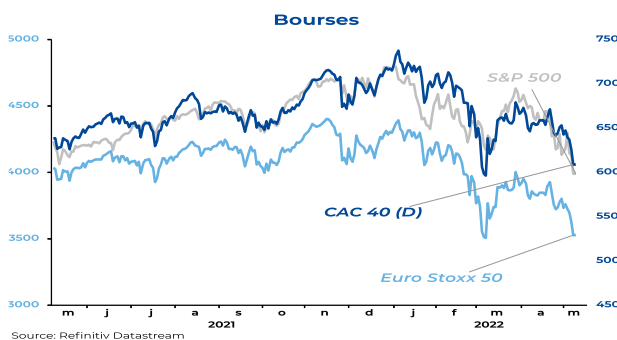


BOURSE – A la peine

La conjugaison du resserrement monétaire américain, de la crise ukrainienne, des difficultés d'approvisionnement et du ralentissement chinois a entraîné une hausse de la volatilité.

Les marchés ont corrigé, en particulier les marchés de valeurs de croissance très sensibles aux taux d'intérêt.

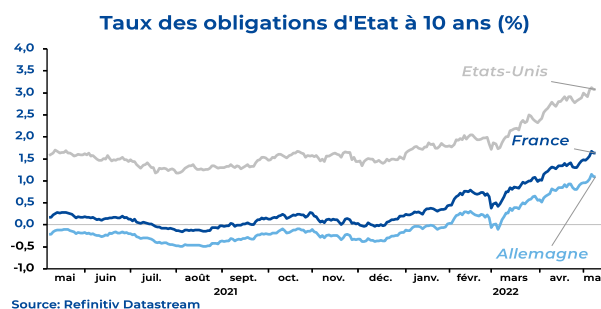
L'Europe a mieux résisté que les Etats-Unis, bénéficiant peut-être de la prudence de la BCE.



TAUX A LONG TERME – Taux en forte hausse

Les taux longs ont fortement augmenté en avril. L'OAT 10 ans a pris presque 50 pb et le Bund 40 pb. Les spreads italiens et espagnol se sont écartés de 35 et 15 pb rappellent les risques de fragmentation financière.

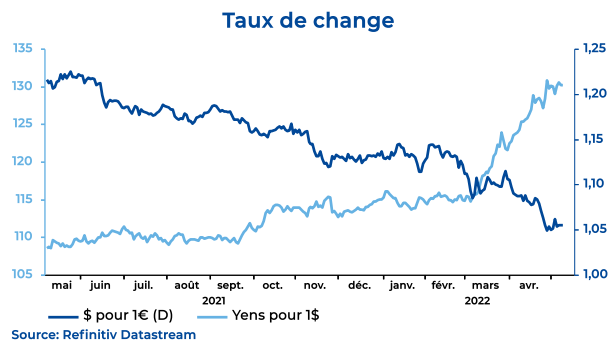
L'OAT 10 ans affichait un rendement de 1,45 % fin avril.



CHANGE – L'euro affaibli

La divergence entre les politiques monétaires américaines et européennes et d'un choc économique plus important en Europe qu'aux Etats-Unis ont entraîné un affaiblissement de l'euro qui a perdu presque 5% sur le mois.

Le taux de change €/ \$ s'établissait à 1,05 fin avril.



REPERES

BOURSE

	NIVEAUX			PERFORMANCE			
	Plus bas en 2022	Plus haut en 2022	06/05/22	en monnaie locale		en euros	
				En 2021	Depuis le 1/1/2022	En 2021	Depuis le 1/1/2022
ETATS-UNIS							
Dow Jones	32 633	36 800	32 899	18,7%	-9,5%	27,6%	-2,5%
S&P 500	4 171	4 797	4 123	26,9%	-13,5%	36,3%	-6,8%
Nasdaq Composite	12 581	15 833	12 145	21,4%	-22,4%	30,4%	-16,4%
JAPON							
Nikkei 225	24 718	29 332	27 004	4,9%	-6,2%	1,2%	-11,0%
ZONE EURO							
Euro Stoxx 50	3 505	4 392	3 629			21,0%	-15,6%
France (CAC 40)	5 963	7 376	6 258			28,9%	-12,5%
Allemagne (Dax 30)	12 832	16 272	13 674			15,8%	-13,9%
Espagne (IBEX 35)	7 645	8 886	8 322			7,9%	-4,5%
Italie (FTSE MIB)	22 160	28 163	23 476			23,0%	-14,2%
EUROPE							
FTSE 100 (RU)	6 959	7 672	7 388	14,3%	0,0%	21,5%	-1,7%
Stoxx	415	494	430			22,2%	-11,9%
MONDE							
MSCI-Monde	2 798	3 248	2 762	20,1%	-14,5%	29,1%	-7,9%
MSCI-Emerging Markets	1 027	1 267	1 032	-4,6%	-16,3%	2,5%	-9,8%

TAUX À LONG TERME

Taux à 10 ans	déc-21	avr-22	29-avr	06-mai
Allemagne	-0,31	0,79	0,94	1,04
France	0,05	1,29	1,45	1,67
Italie	1,02	2,46	2,78	3,15
Espagne	0,43	1,76	1,98	2,25
Etats-Unis	1,46	2,75	2,89	3,12
Japon	0,05	0,23	0,22	0,24
Royaume-Uni	0,83	1,82	1,91	2,00

TAUX DE CHANGE

Taux de change	déc-21	avr-22	29-avr	06-mai
1 euro = ... dollars	1,13	1,08	1,05	1,06
1 euro = ... yens	128,76	136,43	136,64	137,98
1 euro = ... sterling	0,85	0,83	0,84	0,86
1 dollar = ... yens	113,92	126,41	129,83	130,56
1 sterling = ... dollars	1,33	1,29	1,26	1,23
1 dollar = ... yuans	6,37	6,43	6,61	6,67

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