
Eco 360

Décembre 2020

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.



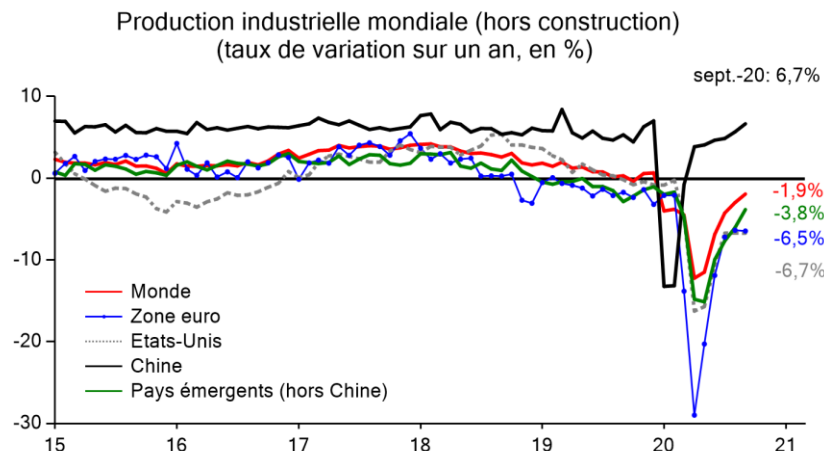
Vue d'ensemble

Contraintes de court terme *versus* espoir à plus long terme

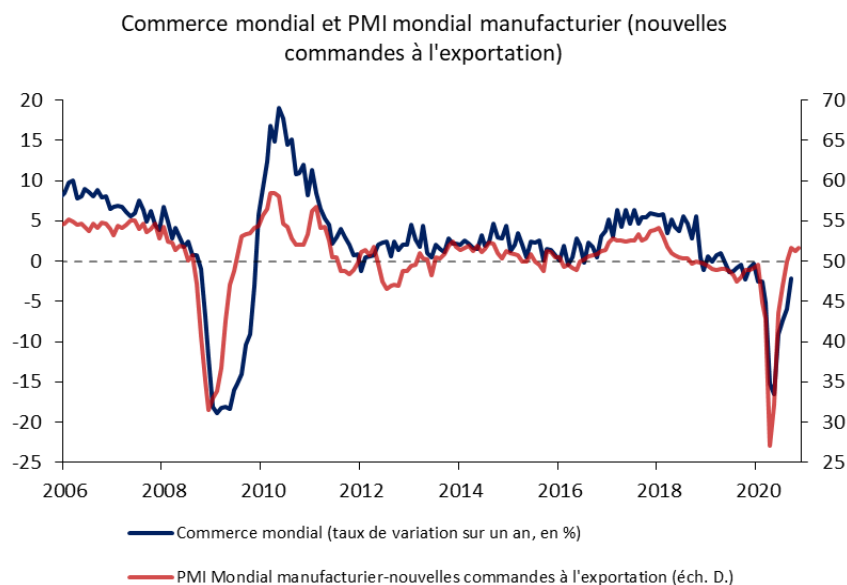
- **L'annonce du début d'une vaccination contre la Covid 19 dès la fin décembre ou début janvier selon les pays change la donne dans la lutte contre l'épidémie.** Les investisseurs n'ont d'ailleurs pas manqué de saluer les annonces des laboratoires, ce qui s'est traduit par un **net rebond des Bourses courant novembre**. Par contre **les taux d'intérêt n'ont quasiment pas bougé**, signalant que **les politiques monétaires toujours très accommodantes des banques centrales écrasent les rendements des obligations**. La BCE devrait d'ailleurs passer à l'action lors de la réunion de décembre en renforçant ses interventions.
- **En Europe, la dégradation rapide de la situation sanitaire avait conduit fin octobre-début novembre de nombreux pays à durcir les contraintes de déplacement jusqu'à aller à un reconfinement.** Cela n'a pas manqué de peser sur l'activité avec toutefois deux différences majeures par rapport au 1^{er} confinement au printemps. D'abord **les restrictions ont été plus limitées**. D'autre part, **d'autres régions du monde, notamment l'Asie, ont été beaucoup moins concernées par cette seconde vague**. Pour le mois de novembre, les enquêtes de conjoncture font ainsi apparaître une **résilience de l'industrie**. Ce sont surtout **certains secteurs des services qui souffrent de ce second confinement**.
- **Outre-Atlantique, l'élection présidentielle s'est conclue par une victoire de Joe Biden (certes contestée par D. Trump) mais la majorité au Sénat est disputée.** Dans ce contexte, **la perspective d'un plan de relance demeure d'actualité mais son ampleur sera sans doute limitée**. Par ailleurs, même si la situation sanitaire reste très délicate, **les contraintes ont beaucoup moins pénalisé récemment l'activité économique aux Etats-Unis qu'en Europe**. La Chine continue quant à elle à se démarquer par une croissance solide et une situation sanitaire maîtrisée.
- **Enfin, la situation économique continue de s'améliorer dans nombre de pays émergents, excepté en Russie qui souffre beaucoup de la faiblesse du prix du pétrole.** Ce dernier s'est cependant redressé récemment sous l'effet d'une amélioration des anticipations sur la demande dans la perspective de l'arrivée d'un vaccin. A noter aussi que **les cours des autres matières premières sont plutôt élevés**, supérieurs en moyenne à 2017, **soutenus par la dépréciation du dollar et la demande chinoise**. C'est un point positif pour les pays émergents.

Tendances mondiales

Les perspectives s'éclaircissent mais la situation sanitaire reste préoccupante



Source : CPB, LBP



Source : CPB, LBP

■ A retenir

- Les bonnes nouvelles concernant les tests des candidats-vaccins permettent d'entrevoir une sortie de crise à moyen terme. De plus, après un début de mois sous tensions aux Etats-Unis, l'environnement politique semble lui aussi s'éclaircir.

- Néanmoins, le nombre de nouveaux cas quotidiens positifs au coronavirus à l'échelle de la planète se maintient à un niveau très élevé (~580 000). Entre le 24 et le 30 novembre, les décès liés à la covid-19 recensés en Europe comptaient pour 48 % de l'ensemble des décès causés par la maladie dans le monde. Le poids de la crise sanitaire devrait donc continuer de peser sur l'économie mondiale.

- En septembre, la production industrielle mondiale affichait un retrait de 1,9 % par rapport à septembre 2019. Son rebond trouve notamment du soutien dans le fort ressaut chinois qui se démarque nettement du reste du monde. La zone euro et les Etats-Unis affichent encore des reculs de 6,5 % et 6,7 % respectivement.

- Le commerce international mesuré par le volume d'importations a poursuivi son redressement en septembre. Son retard n'est plus que de 2,1% par rapport à septembre 2019. Cette amélioration devrait continuer en octobre. Cependant, la stagnation de la composante « nouvelles commandes à l'exportation » de l'indice PMI mondial manufacturier (51,7) suggère que la reprise des échanges commerciaux pourrait ralentir en novembre, pénalisée par les nouvelles restrictions sanitaires mises en place.

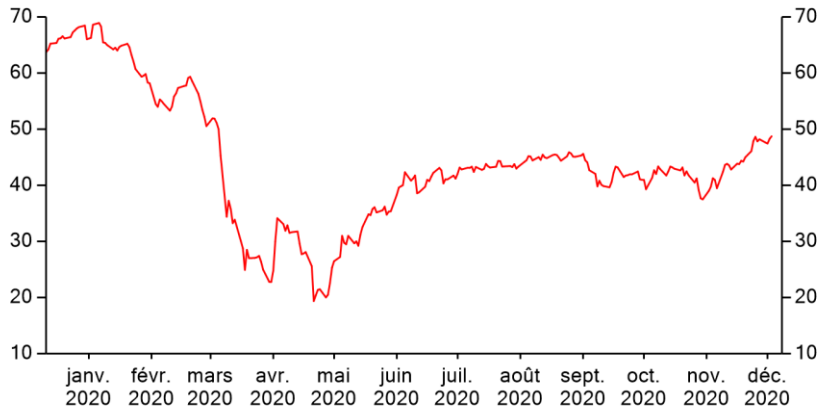
■ A surveiller

- La faiblesse de la mobilité, domestique comme internationale, continue de freiner l'activité, notamment dans le secteur des services (commerce, hôtellerie-restauration, tourisme).

Pétrole

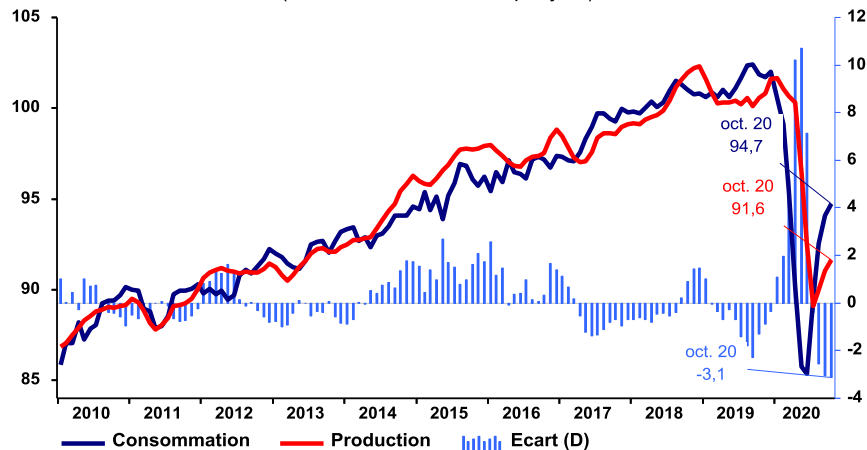
Eclaircissement des perspectives de demande

Cours du baril de Brent (en dollars)



Sources : IHS, LBP

Production et consommation mondiales de pétrole
(MM3, millions de barils par jour)



Source: Refinitiv Datastream, estimation EIA, LBP

■ A retenir

- Le cours du baril de Brent de la mer du Nord a nettement rebondi en novembre, soutenu par les bonnes nouvelles du côté sanitaire en lien avec les bons résultats des candidats-vaccins contre la Covid-19. Le baril termine le mois à 47,6 \$ soit une progression mensuelle de 27 % ;
- Cette nouvelle permet d'éclaircir les perspectives économiques et donc la dynamique future de la demande d'or noir ;
- Le rééquilibrage progressif du marché se poursuit avec une consommation supérieure à la production au mois d'octobre.
- Début décembre, les membres de l'OPEP+ ont pris la décision de ne pas prolonger les limitations de production en place depuis avril contrairement à ce que de nombreux investisseurs prévoyaient. Le nouvel accord prévoit une hausse de la production de 500 000 barils par jour pour le mois de janvier suivie d'une réévaluation mensuelle.
- Les stocks de pétrole brut continuent de décroître aux Etats-Unis, ils enregistrent une baisse de 679 000 barils au cours de la dernière semaine de novembre.

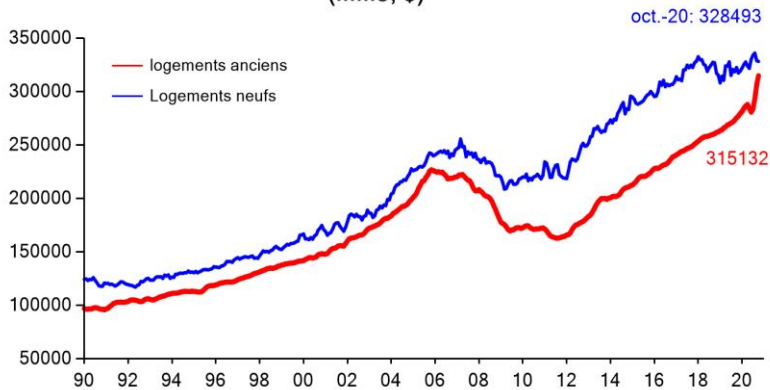
■ A surveiller

- La hausse de la production de pétrole libyen pourrait fragiliser le rééquilibrage du marché. En effet, la Libye a vu sa production bondir de plus d'un million de barils par jour depuis septembre.
- Des attaques du Yémen sur des installations pétrolières en Arabie saoudite pourraient venir fragiliser la production du plus gros exportateur de pétrole au monde.

Etats-Unis

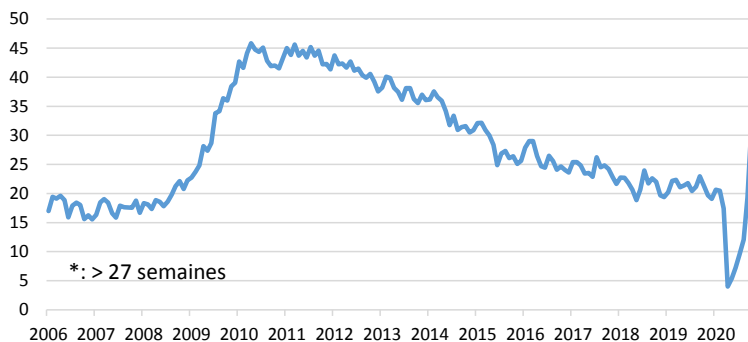
Le scénario politique s'éclaircit, la situation sanitaire s'obscurcit

Etats-Unis : prix de vente médian des logements neufs et anciens (MM\$, \$)



Source : IHS, LBP

Part des chômeurs de longue durée* (%)



Sources: BLS, LBP

■ A retenir

- Les enquêtes PMI sont ressorties à des niveaux extrêmement élevés en novembre **mais ces dernières pourraient avoir été artificiellement soutenues par l'élection de J. Biden et les avancées en matière de vaccin. D'ailleurs, les enquêtes ISM, selon lesquelles la progression de l'activité plafonnerait, offrent certainement une appréciation plus réaliste du tempo actuel de la conjoncture américaine**, sur fond de dégradation de la situation sanitaire.
- **Fait notable tiré des dernières enquêtes, les entreprises signalent des tensions sur l'offre qui soutiennent les prix.** Pour l'instant, l'inflation demeure atone (+1,2% sur un an en octobre). Cela devrait donc peser sur les marges des entreprises.
- **La convalescence du marché du travail se poursuit à un rythme de plus en plus atténué:** 245 000 postes ont été créés en novembre, permettant un léger reflux du taux de chômage (6,7%). **Les signes de fragilité paraissent toutefois de plus en plus ténus** (créations d'emploi de moins en moins dynamiques, nombre importants de chômeurs éloignés durablement de l'emploi, reflux du taux d'activité).

■ Politique économique

- **Fed:** dans sa revue de stabilité financière, **la banque centrale américaine attire l'attention sur l'augmentation significative du niveau de valorisation des actifs financiers (actions et biens immobiliers)** depuis le mois de mai. Le niveau d'endettement des ménages et des entreprises non-financières a aussi fortement progressé alors que leurs revenus ont baissé dans le même temps.
- **Politique budgétaire:** J. Biden multiplie les initiatives afin de trouver un compromis avec les républicains avant même sa prise de fonction. Un plan de 908 Md\$, qualifié de point de départ par le futur président, a été proposé par un groupe de parlementaires démocrates et républicains. Le profil des experts économiques qui viennent d'être nommés autour de J. Yellen laisse augurer une volonté de mettre en place des mesures globales allant au-delà du seul soutien de l'emploi.

■ A surveiller

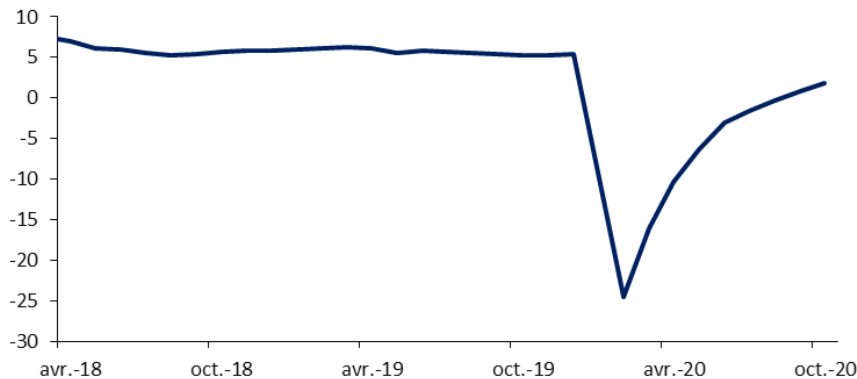
- **La situation sanitaire semble de nouveau se dégrader.** De nouvelles mesures de confinement ont été mises en place.
- **Les prix de l'immobilier poursuivent leur forte progression, soutenus par la faiblesse des taux d'intérêt.** L'indice NAHB a même atteint un plus haut historique en novembre. Pour l'instant, la situation n'est pas comparable à la surchauffe de 2008.

Chine

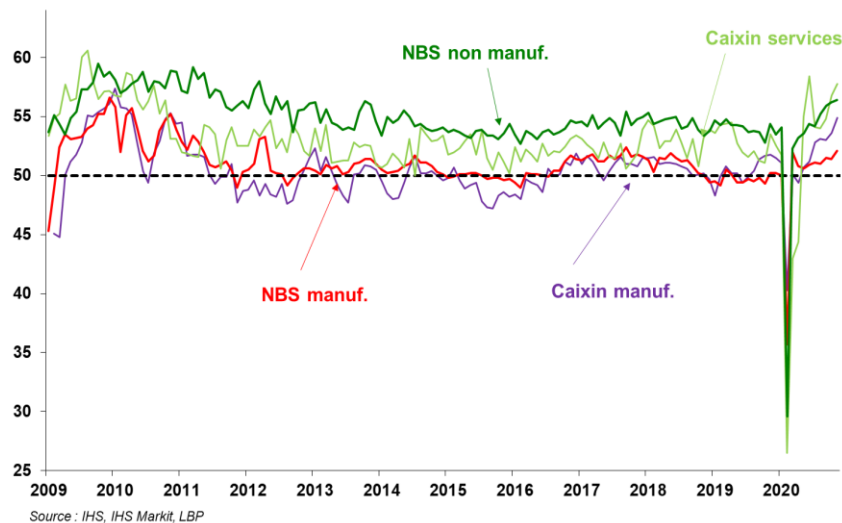
La reprise de l'activité se poursuit

Chine : investissements

(cumul depuis le début de l'année, variation sur un an en %)



Chine : Indices PMI de climat des affaires



■ A retenir

- **Les comptes nationaux soulignent le rebond en demi-teinte de la consommation finale chinoise par rapport au reste de l'économie.** En effet, en cumul depuis le début de l'année, cette dernière témoigne d'une contribution négative de -2,4 % au troisième trimestre tandis que la formation brute de capital fixe et la variation de stock contribuent à hauteur de 3 % à la croissance du PIB. **En octobre, le cumul des investissements depuis le début de l'année progresse de 1,8 % par rapport à la même période de l'année précédente.**

- **Le secteur manufacturier poursuit sa reprise :**

- La production industrielle enregistre une nouvelle hausse de 6,9 % sur un an en octobre après celle de septembre.
- En parallèle, le climat des affaires du secteur s'améliore en novembre pour les entreprises publiques comme pour les privées. En effet, les indices PMI NBS et Caixin progressent tous les deux en novembre pour atteindre 52,1 (+0,7) et 54,9 (+1,3), respectivement.

- **Les ventes au détail poursuivent leur redressement en octobre (+4,3 %) mais à un rythme bien inférieur à celui enregistré en 2019 ($\pm 7,5$ %).** Malgré une épidémie qui apparaît sous contrôle, les ménages semblent encore contenir leur consommation.

- Le climat des affaires s'améliore aussi dans le secteur des services au mois de novembre. L'indice PMI du NBS gagne 0,2 points à 56,4 pour s'inscrire à son niveau le plus élevé depuis juin 2012, tandis que l'indice Caixin progresse de 1 point à 57,8.

■ Politique économique

- **La Banque centrale chinoise maintient une politique monétaire que son gouverneur qualifie de « normale »**, évitant ainsi une augmentation trop importante de l'endettement entraînée par des liquidités excessives. Néanmoins, la Banque centrale a eu recours à une injection de liquidité surprise le 30 novembre dans un effort visant à stabiliser les attentes du marché après une série de défaillances d'obligations.

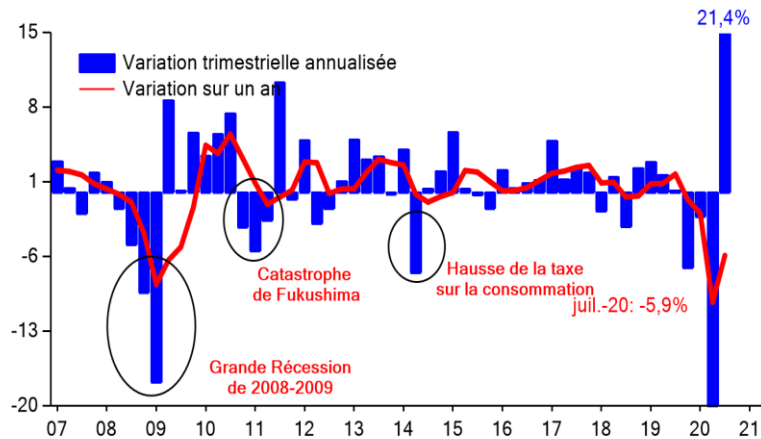
■ A surveiller

- **Le niveau d'inflation a nettement chuté en octobre pour atteindre 0,5 % sur un an, soit son niveau le plus faible depuis 11 ans.** Cette baisse provient principalement de la chute du prix du porc (-2,8 %) qui s'était envolé à l'automne 2019 à cause de la peste porcine. De plus, la faiblesse de la demande a incité les commerçants à réduire leur prix afin d'écouler leur stocks.

Japon

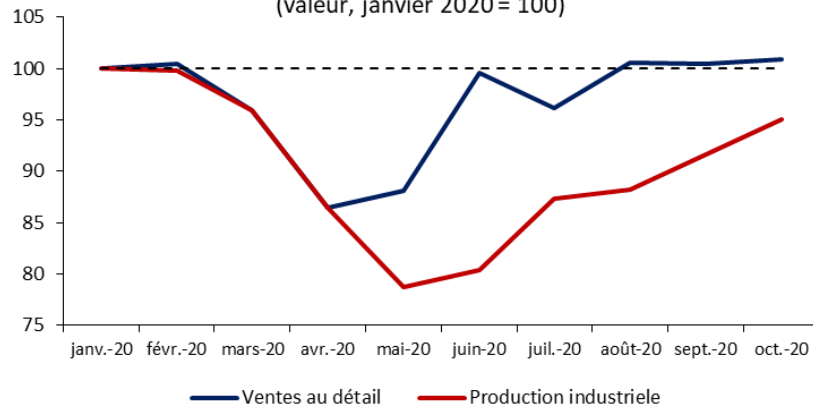
L'activité retourne graduellement vers son niveau d'avant crise

Japon : PIB en volume



Source : IHS, LBP

Japon : ventes au détail et production industrielle (valeur, janvier 2020 = 100)



Source : IHS Markit, LBP

A retenir

- Le PIB japonais a rebondi de 5 % en rythme instantané (21,4 % en variation trimestrielle annualisée) au 3^{ème} trimestre. Il trouve notamment du soutien dans les exportations qui ont progressé de 7 % d'un trimestre à l'autre. La consommation gagne quant à elle 4,7 % tandis que les investissements restent à la peine et enregistrent une baisse de 3,1 % après une chute de 2,8 % au 2^{ème} trimestre.
- Les ventes au détail s'améliorent très légèrement en octobre (+0,4 % par rapport à septembre).
- La production industrielle poursuit son redressement en octobre. Elle s'affiche en hausse de 3,7 % par rapport à septembre. Sur un an, son retard se réduit à 3,5 % contre 10,5 % en septembre.
- Le climat des affaires s'améliore légèrement en novembre mais se maintient en territoire de contraction :
 - dans le secteur des services l'indice PMI gagne 0,1 point et atteint 47,8
 - dans le secteur manufacturier l'indice progresse de 0,3 point à 48,3.

Politique économique

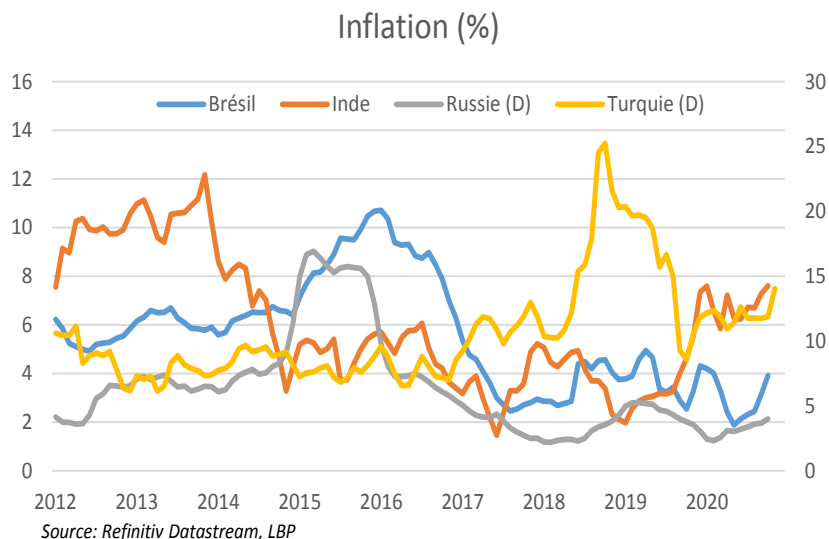
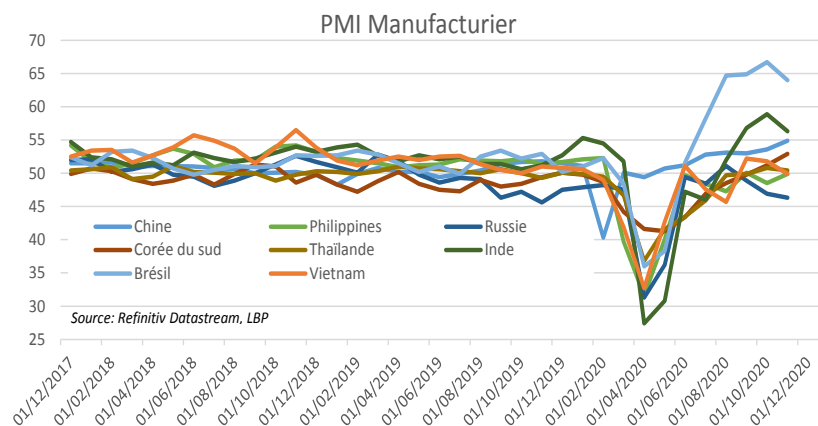
- La majorité des membres du conseil de la Banque centrale du Japon (BOJ) estime que la politique monétaire est appropriée pour faire face aux effets délétères de l'épidémie de COVID-19 sur l'économie japonaise. Le statu quo semble donc de rigueur pour le moment.

A surveiller

- La poursuite de la baisse des investissements productifs constatée au troisième trimestre dénote avec les autres économies développées. À plus long terme, cela pourrait avoir des conséquences sur les gains de productivité japonais.

Pays émergents

Net rebond de l'activité au 3^{ème} trimestre mais le potentiel de croissance restera affaibli à moyen terme



A retenir

- **Au Brésil, une reprise de l'activité s'est opérée au 3^{ème} trimestre (+7,7%).** Sur un an, le repli atteint encore près de 4%. Cette amélioration a reposé sur un rebond de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises alimenté en partie par les aides d'urgence dont le montant global atteindrait au final près de 10 % du PIB. **Ces dernières ont été réduites de moitié depuis le mois de septembre et leur arrêt programmé fin 2020 fait craindre un choc négatif pour 2021 qui limiterait le rebond de la croissance. L'inflation poursuit sa hausse (+3,9%) en octobre.**

- **En Inde, l'activité a nettement rebondi pendant l'été (+23% d'un trimestre à l'autre),** confirmant ce que laissaient augurer les indicateurs avancés. Le redressement de l'économie a reposé sur le redémarrage de la consommation privée et de l'investissement des entreprises. L'économie indienne bénéficie aussi du regain de vigueur de l'économie mondiale. **Sur le plan national, les secteurs agricole et manufacturier ont soutenu l'activité tandis que les services demeurent affectés par le déficit de mobilité causé par la pandémie.** Conséquence du redressement de la consommation privée, **le déficit commercial s'affiche en hausse, atteignant un pic de 7 mois en octobre. L'inflation ressort une nouvelle fois au-dessus de 7% en octobre, ce qui réduit les marges de manœuvre de la Banque centrale.** En plus de conditions climatiques défavorables, l'économie indienne fait face, comme d'autres économies émergentes, à d'importantes ruptures dans les chaînes d'approvisionnement. **La pandémie pourrait avoir sensiblement renforcé les faiblesses structurelles de l'économie indienne, obérant ainsi le potentiel de croissance.**

- **En Russie, le PIB a reculé de 3,6% sur un an sur la période janvier-octobre. Les indices PMI demeurent mal orientés dans l'industrie comme dans les services au mois de novembre. L'inflation a poursuivi sa hausse en octobre (4%). Les ventes au détail ont reculé de 2,4% sur un an en octobre malgré la progression des salaires réels et la résistance du taux de chômage. La Douma vient d'adopter un projet de budget prévoyant un déficit de 2,4% du PIB pour 2021.**

A surveiller

- Ruptures dans les chaînes d'approvisionnement et tensions sur les prix.
- Le bilan de la crise sanitaire en Russie pourrait être beaucoup plus important que ce qu'indiquent les chiffres officiels.

Zone euro

L'industrie résiste, les services ont pâti du reconfinement

■ A retenir

- Sans surprise, les enquêtes de conjoncture montrent que l'activité s'est nettement affaiblie en novembre dans les services. Les contraintes sanitaires étant toutefois moins marquées qu'au printemps, la perte d'activité est moindre que lors du 1^{er} confinement. La bonne surprise vient de l'industrie qui a fait preuve de résilience. Un contexte international plus porteur qu'au printemps soutient la demande extérieure (Xall->Chine +3% sur un an en sept contre -12% -> France et -15% vers Etats-Unis).

- Si la consommation est restée soutenue ces derniers mois, la principale interrogation porte sur l'investissement : dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production se situait avant le reconfinement bien en deçà de sa moyenne de longue période.

- A ce jour, les conséquences de la crise sur le marché du travail sont restées contenues. Certes on dénombre 3,8 millions d'emplois de moins au T3 /T 4 19 (soit -2,4 %). Le taux de chômage (8,4 % en octobre contre un pic >à 12% en 2013) avait même commencé à baisser en septembre-octobre.

■ Politique économique

- Politique budgétaire :

- Comment contourner le veto hongrois et polonais sur le plan de relance européen ?

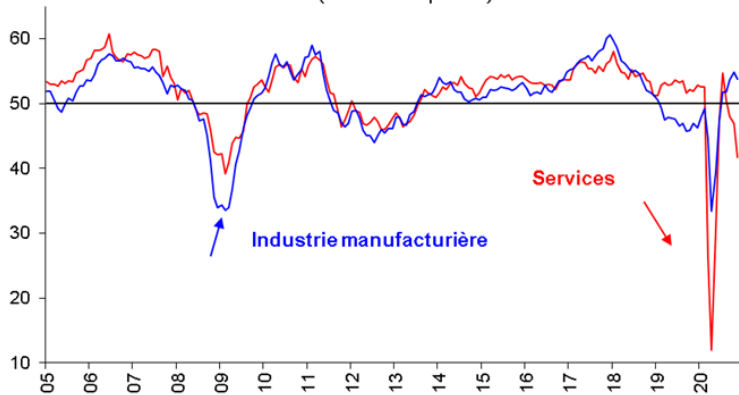
- Politique monétaire :

- Pas de nouvelle décision de la BCE en octobre mais elle interviendra en décembre : au *minima* hausse et extension dans la durée du PEEP

■ A surveiller

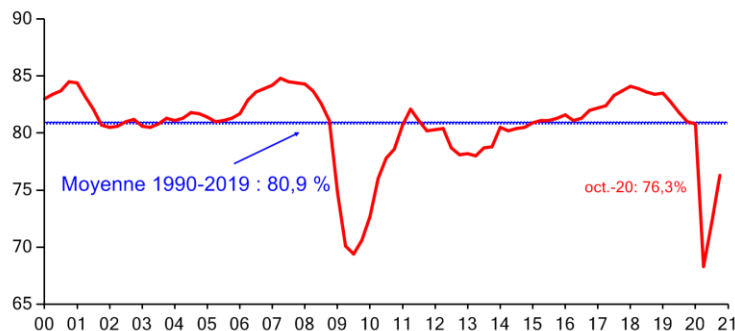
- Situation sanitaire : encore de l'incertitude au S1, plus de visibilité au S2 ?

Zone euro : enquêtes PMI sur le climat des affaires (indices en points)



Source : IHS, LBP

Zone euro : taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie (en %)



Source : Commission européenne, LBP

Royaume-Uni

Course en tête pour le vaccin

■ A retenir

- L'indice PMI est élevé pour l'industrie et s'est légèrement amélioré en novembre. Un peu d'effet d'anticipation / au *Brexit* : stocks et exportations.
- Activité s'est par contre détériorée en novembre dans les services (mais moins qu'au printemps) suite aux contraintes sanitaires.
- Si la consommation se tient bien, l'investissement des entreprises souffre : baisse sur un an de 20 % (soit un recul plus prononcé qu'au point bas de 2009 (-18 %))

■ Politique économique

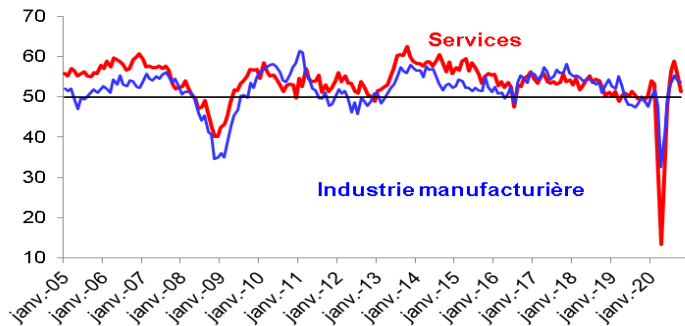
- Politique monétaire :

- Lors du **Comité de politique monétaire de novembre**, la **Banque d'Angleterre** avait augmenté de 150 Md£ la cible de ses **achats d'actifs** (à 895 Md£) mais elle a laissé son taux directeur inchangé. Sautera-t-elle le pas en décembre ?

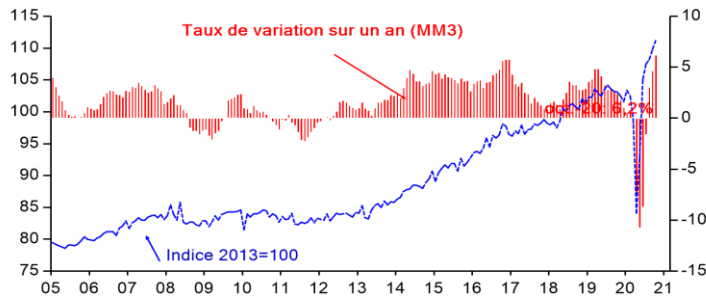
■ A surveiller

- Dernière ligne droite pour le *Brexit* : vers un accord (compte tenu du contexte économique, sanitaire, etc.) mais avec quels contours ? Quelles conséquences pour la livre ? Rebond ou une faiblesse persistante, même en cas d'accord ?
- **Début précoce pour la vaccination** : quelles conséquences sur la situation sanitaire ? Amélioration plus rapide *versus* « accidents » de parcours ?

Royaume-Uni : indices PMI (en points)

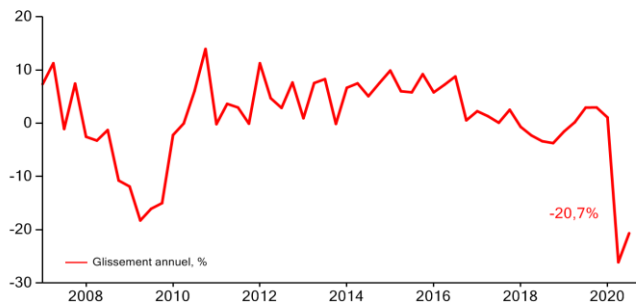


Royaume-Uni : ventes au détail en volume (hors essence)



Source : IHS, LBP

Royaume-Uni : investissement des entreprises



Source : IHS, LBP

France

La consommation est toujours très dynamique

■ A retenir

- Après le sursaut de la croissance au 3^{ème} trimestre, la perte d'activité (par rapport à fin 2019) pourrait être de l'ordre de -12 % en novembre et de -8 % en décembre selon l'Insee. Le PIB se situait au 3^{ème} trimestre 3,7 % sous le niveau du T4 19.
- Jusqu'ici, les ménages ont été relativement épargnés par la crise : **le revenu disponible a connu une croissance sur un an au 3^{ème} trimestre**. Cela explique la dynamique très positive de la consommation des ménages entre juin et octobre.
- **Plus d'interrogations sur l'investissement : les industriels prévoient une progression de leurs dépenses d'équipement de 4 % en 2021 après un recul de 15 % en 2020**

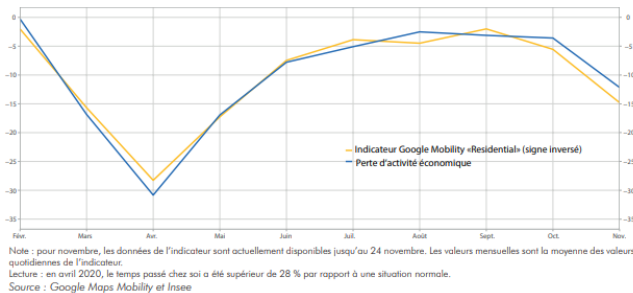
■ Politique économique

- **Le surcroît de dépenses pour le second confinement, évalué initialement à 20 Md€, s'alourdit encore un peu** (aide supplémentaire aux restaurateurs pour 1,5 Md€ notamment). **Le remboursement des prêts garantis par l'Etat peut être différé d'un an** sur demande des entreprises (début 2022).

■ A surveiller

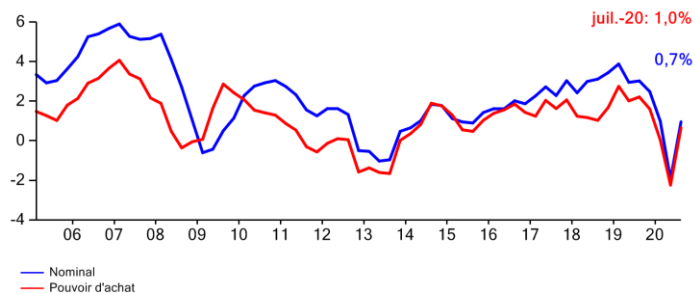
- La situation sanitaire sera déterminante au T1 : amélioration persistante ou non, développement rapide du vaccin ou non
- La crainte d'effets de second tour massifs sur l'emploi et les défaillances est-elle excessive avec les nouvelles mesures du gouvernement ?

France : perte d'activité et temps passé chez soi
(par rapport au niveau d'avant-crise (%))



Source : Insee, 2 décembre 2020

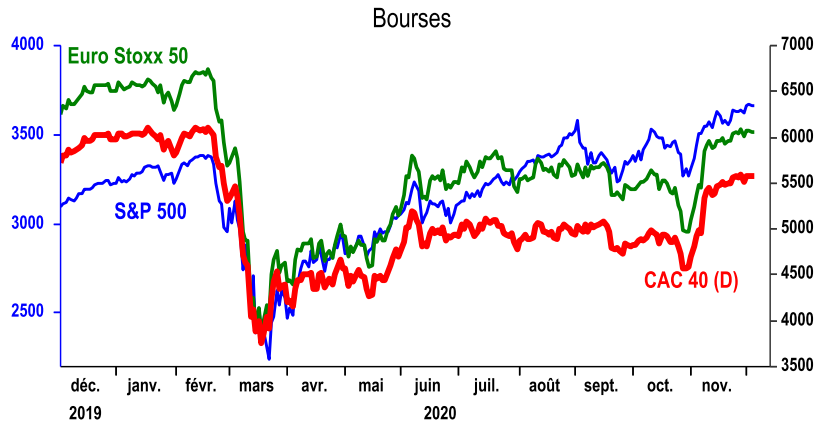
France : revenu disponible brut des ménages
(taux de variation sur un an, en %)



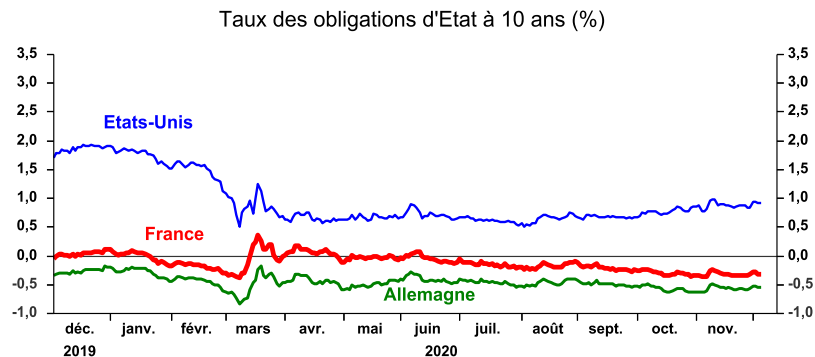
Source : Insee, LBP

Marchés financiers

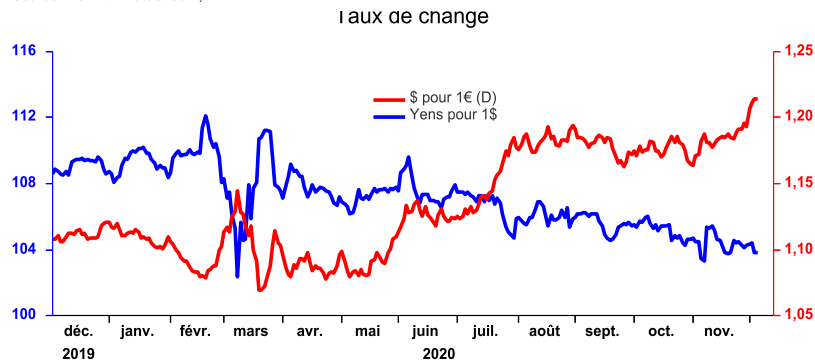
L'éclaircissement des perspectives rassure les investisseurs



Source: Refinitiv Datastream, LBP



Source: Refinitiv Datastream, LBP



Source: Refinitiv Datastream, LBP

Indices boursiers

Les indices boursiers ont fortement progressé au mois de novembre, galvanisés par l'élection de Joe Biden comme prochain président des Etats-Unis et les annonces positives concernant les différents candidats-vaccins contre la Covid-19. Cet éclaircissement des développements économiques et politiques futurs permet ainsi au **CAC 40 d'enregistrer sa plus forte performance mensuelle depuis 30 ans**. Il termine le mois à 5 519 points, en hausse de 20,1% par rapport à fin octobre. Dans son sillage, le Dax 30 allemand gagne 15 % tandis que les indices américains du Nasdaq et du S&P 500 progressent de 11 % et 10,8 % respectivement.

Taux

Les rendements de la dette périphérique européenne ont continué leur mouvement baissier au mois de novembre, inscrivant ainsi de nouveaux points bas. Le taux à 10 ans du BTP italien a clôturé à 0,56 % le 27 novembre avant de regagner 4 points de base (pb) début décembre. Dans le même temps, **les rendements à 10 ans espagnol et portugais frôlent le territoire négatif** à 0,05 % et 0,01 % respectivement le 26 novembre. Ces derniers rebondissent légèrement en fin de mois. Les taux à 10 ans allemand et français restent quant à eux ancrés sous zéro à -0,57 % et -0,33 % respectivement, fin novembre. Aux Etats-Unis, le rendement des T-Notes à 10 ans termine le mois quasiment inchangé par rapport à fin octobre à 0,84 % (-1pb).

Changes

Le regain d'appétit pour le risque a favorisé les pressions à la baisse sur le dollar. Ce dernier recule de 2,3 % face à un panier de devises. Dans le même temps, l'euro progresse de 2,5 % face au billet vert, à 1,20 \$/€. **La livre britannique reste quant à elle particulièrement stable face à l'euro malgré l'absence d'avancée concrète sur la question du Brexit et l'approche de la date butoir**. De son côté, le yuan poursuit son appréciation au mois de novembre et gagne 1,8 % face au dollar à 6,57 yuans/\$. Enfin, le yen termine le mois quasiment inchangé à 104,1 yens/\$.