

---

# Eco 360

*Février 2021*

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

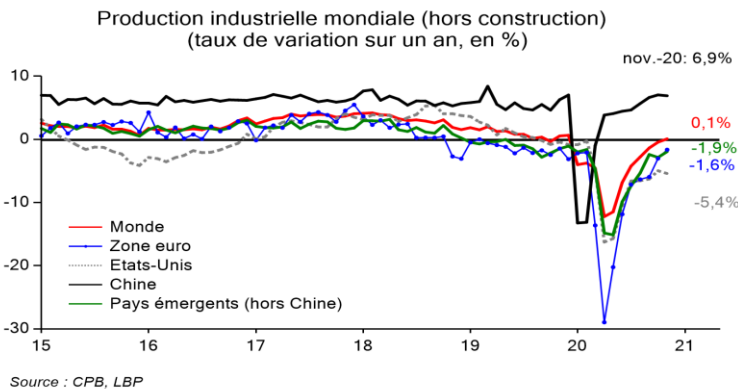
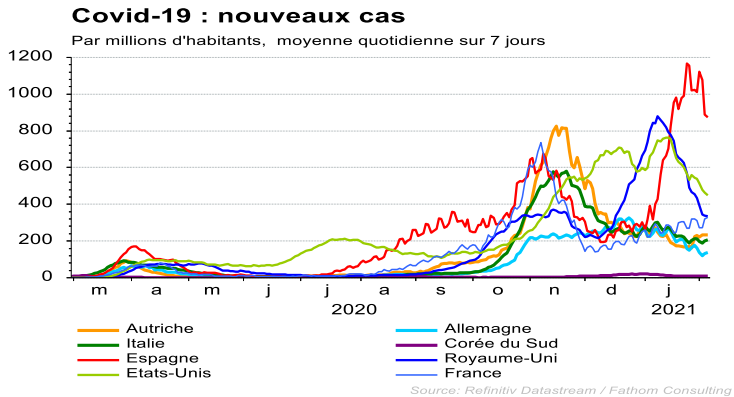
---

## Une économie mondiale à plusieurs vitesses

- Malgré une détérioration de la situation sanitaire dans de nombreux pays, **l'année 2020 s'est terminée moins mal que redouté sur le plan économique si l'on en croit les chiffres de PIB publiés récemment pour le 4<sup>ème</sup> trimestre**. La mise en place de nouvelles contraintes sanitaires paraît toutefois avoir pesé sur l'activité au début de cette année. La stabilisation du prix du pétrole ces dernières semaines illustre ainsi un certain attentisme sur les perspectives de la demande de brut.
- **L'activité industrielle résiste plutôt bien même si les données les plus récentes font état d'un certain effritement**. D'ailleurs après leur envolée observée à partir du printemps 2020, les cours des matières premières industrielles se calment. Les chaînes d'approvisionnement se trouveraient de nouveau perturbées, sans doute pénalisées par les restrictions de déplacement et la poussée de l'épidémie dans certains pays. **Ce sont surtout les services aux ménages qui souffrent le plus des mesures restrictives** mises en œuvre dans de nombreux pays.
- C'est particulièrement le cas en Europe. L'apparition de variants oblige les gouvernement à restreindre les interactions sociales. **Le PIB de la zone euro s'est ainsi de nouveau contracté au 4<sup>ème</sup> trimestre après le très fort rebond observé le trimestre précédent et les indices de climat des affaires dans les services sont encore affaiblis en janvier**.
- **Outre-Atlantique la croissance a ralenti en fin d'année mais globalement l'économie américaine est moins pénalisée que celle de la zone euro par les contraintes sanitaires. Le soutien budgétaire est aussi impressionnant**. Le déficit de l'Etat a été de 17 % du PIB en 2020, conduisant à une explosion de la dette publique. A tel point que **le revenu des ménages a fortement augmenté, bien que l'économie américaine ait perdu environ 10 millions d'emplois**.
- **De son côté, la Chine a réussi à connaître une progression de son PIB en 2020 malgré la crise sanitaire, grâce notamment au dynamisme de ses exportations. L'activité serait toutefois un peu moins dynamique récemment. Le contraste est grand avec le Japon qui peine à sortir de la crise**. La situation des pays émergents est toujours hétérogène. **Au Brésil, la situation sanitaire se dégrade de nouveau**. De son côté, **la Russie a limité le recul de son PIB l'an dernier grâce à un soutien actif de la politique budgétaire** mais la faiblesse du prix du pétrole reste pénalisante. Enfin, **l'économie indienne continue à se redresser après avoir essuyé une très sévère récession au printemps 2020**.
- **Dans un contexte incertain, les banques centrales se montrent finalement prudentes**, conservant toute liberté pour adopter leur politique. **A un horizon de six mois la question de la vaccination est cruciale** : si une certaine immunité collective est obtenue à la fin de l'été, la conjonction d'un regain de confiance des agents économiques et du soutien des politiques économiques pourrait occasionner une croissance soutenue. C'est toujours le pari que font les investisseurs financiers.

# Tendances mondiales

## L'industrie plafonne, les services reculent



### A retenir

- En novembre, l'évolution sur un an de la production industrielle mondiale est très symboliquement redevenue très légèrement positive (+0,1 %). Ce rebond reste très inégal, la Chine étant le seul pays à avoir renoué avec une forte progression de sa production industrielle. Mais le repli s'amenuise pour les autres pays. Il restait toutefois à cette date encore très conséquent pour les Etats-Unis.

- En janvier, l'indice PMI dans le secteur manufacturier plafonne (53,5 après 53,8 en décembre). Les industriels font état de difficultés dans les chaînes d'approvisionnement. L'indice PMI dans les services fléchit et retombe au plus bas depuis le printemps dernier. Les contraintes sanitaires pèsent surtout sur les services aux ménages.

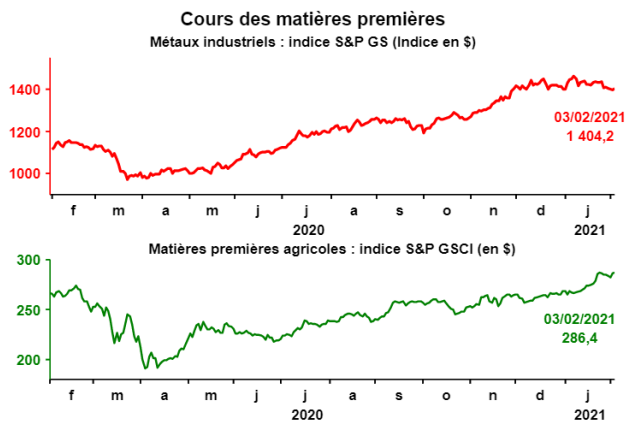
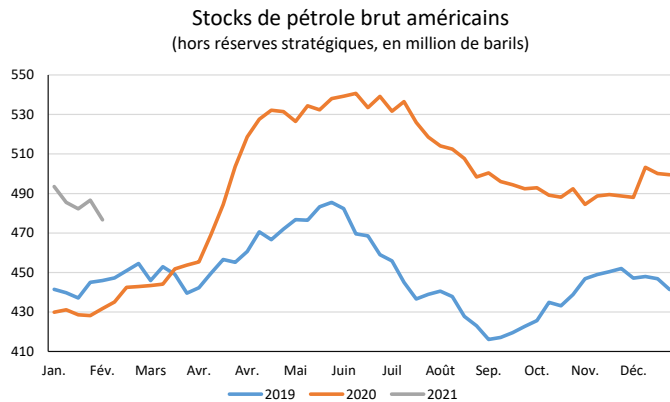
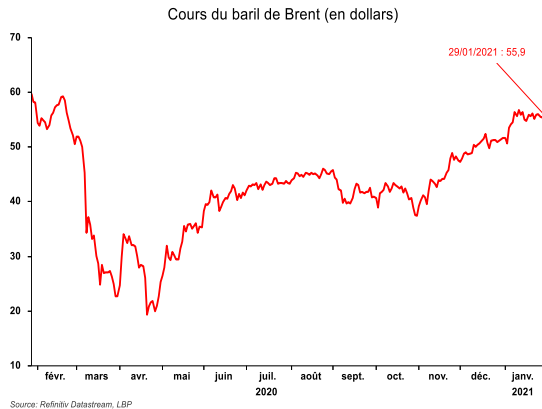
- Les échanges mondiaux en volume ont nettement progressé en novembre. Sur un an, ils sont en hausse de 0,8 %. Ils affichaient un recul depuis mai 2019. En mai 2020, leur baisse atteignait 16,5 % sur un an. Les carnets de commandes à l'exportation s'effritent cependant un peu selon l'indice mondial PMI manufacturier, signe sans doute que le redressement du commerce international marque une pause. Le durcissement des contraintes aux frontières constitue un frein aux échanges.

### A surveiller

- Les progrès en matière de vaccination vont être déterminants dans les mois à venir pour le redressement des échanges internationaux. Les Etats-Unis semblent pour l'instant distancer l'Europe. En octobre, le nombre d'entrées de passagers internationaux aux Etats-Unis était en recul de 80 % par rapport à fin 2019.

# Pétrole & matières premières

## Stabilité du cours du baril de Brent dans un contexte incertain



### ■ À retenir

#### Pétrole :

- **Hausse du cours du baril de Brent au début du mois de janvier, suivie de trois semaines de stabilité, autour de 56\$.**
- **Persistance d'une forte incertitude autour de la demande :** l'optimisme lié aux programmes de vaccination et à la mise en place de mesures de relance (notamment aux Etats-Unis) est compensé par les craintes autour de l'apparition des nouveaux variants et d'une reprise de l'épidémie.
- **À l'inverse, facteurs haussier du côté de l'offre :**

- **Pas de révision à la hausse des objectifs de production de l'OPEP+ :** début janvier, les membres de l'OPEP+ sont parvenus à un accord de maintien des coupes de production : baisse de 7,125 Mbj en février et mars à laquelle s'ajoute une réduction unilatérale de 1 Mbj de l'Arabie Saoudite.
- **Chute des stocks de pétrole brut aux États-Unis** (plus fort repli hebdomadaire observé depuis 6 mois) mais le niveau des stocks reste très élevé pour la saison.

#### Autres matières premières :

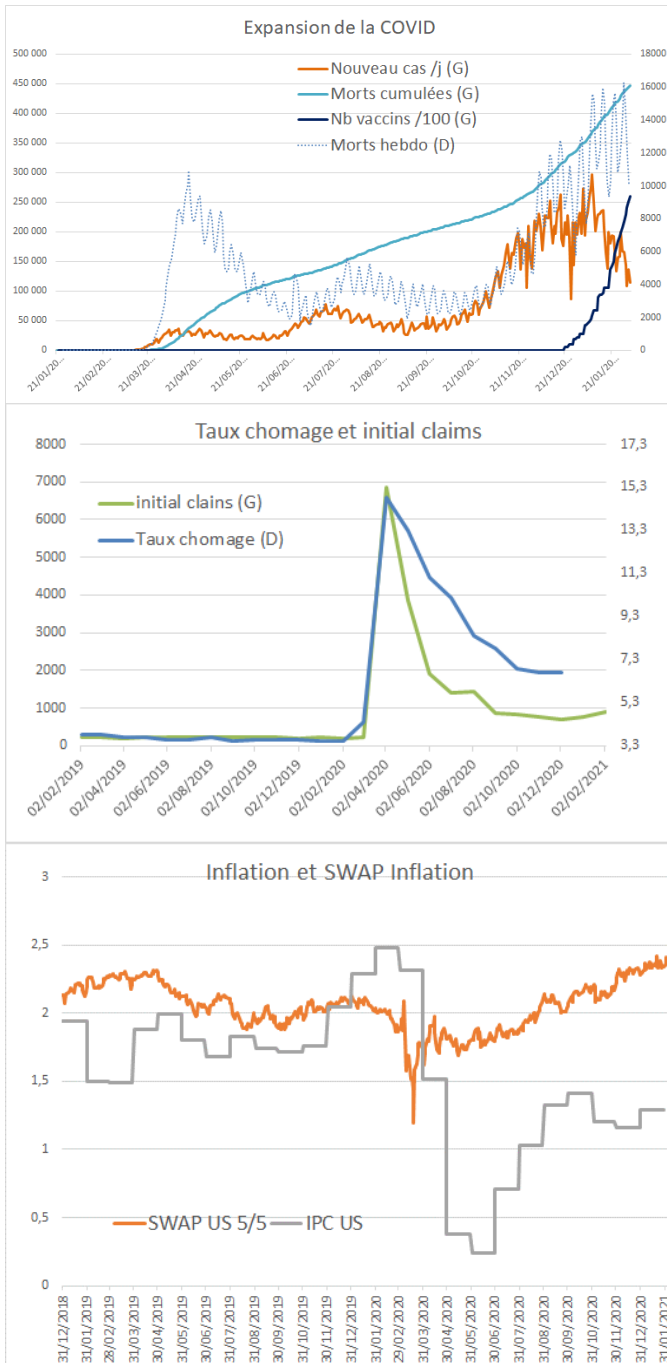
- **Repli en janvier du cours des matières premières industrielles** après deux mois de forte hausse en lien avec la reprise de l'activité chinoise.
- **Poursuite de la hausse du cours des matières premières agricoles** en raison notamment de la forte demande en provenance de la Chine qui reconstitue ses stocks.

### ■ À surveiller

- **Tensions géopolitiques au sein de l'OPEP+ entre la Russie et l'Arabie Saoudite :** Moscou vise un accroissement de ses parts de marché face aux Etats-Unis tandis que Riyad a besoin d'un pétrole cher pour équilibrer ses finances publiques.
- **Relations Iran – Etats-Unis suite à la prise de fonction de J. Biden :** un nouvel accord sur le nucléaire iranien entrainerait une levée des sanctions économiques et une hausse rapide des exportations de pétrole de l'Iran (volume d'exportations actuel de 300 000 barils par jours, inférieur de 2,5 Mbj à celui de 2018).

# Etats-Unis

## American Résilience



### ■ A retenir

- La pandémie reste à un niveau élevé mais montre des signes de régression peut-être en relation avec le rythme rapide d'injections de vaccins (10% de la population). L'atteinte du seuil d'immunité (70% de la population traité) est prévu pour le T3.
- Le PIB T4 2020 est sorti à +1% soutenu par la consommation (+0,6%), en particulier de services, qui a toutefois freiné en fin de trimestre et surtout par l'investissement résidentiel (8,4%) et non résidentiel (3,5%). La consommation des administrations a ralenti pour le deuxième trimestre consécutif traduisant la baisse des soutiens publics. Les importations ont crû plus vite que les exportations pesant sur la croissance. La croissance moyenne annuelle s'établit à -3,5% (pire résultat depuis le début de la série en 1951) et accuse un retard sur fin 2019 de 2,5%. A noter la remontée du taux d'épargne à 13,7% en décembre et que le pouvoir d'achat des ménages a progressé de 6,1% sur l'année.
- Début 2021, les PMI signalent un niveau d'activité élevé (février : PMI-M 59,2, PMI-S 58,3). La confiance des consommateurs est stable à des niveaux faibles (Conf. Board 89). Le nombre de destinataires d'assurance chômage est au point bas depuis mars 2020 semblant indiquer une stabilisation du marché du travail même si les créations d'emploi restent poussives (49 K en janvier). Le Nowcast de la Fed NY attend un T1 à 1,6%.
- En 2021, la croissance est attendue autour de 4,2% (Fed) portée en particulier par l'investissement privé autour de 5%. Le chômage devrait se situer à 5% en fin d'année. L'inflation est attendue à 1,8%.

### Politique économique et monétaire

- Le plan Biden de 1900 Md\$ est en négociation au Congrès (santé : 400, chèques ménages : 1tr\$, local 350 et small bus. 150) portant le déficit à 13% et la dette à 140%. Biden envisage un doublement du salaire minimum.
- 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. M. Powel a considéré que les pressions déflationnistes et une courbe de Philips plate devaient perdurer. Il est possible que l'effet de base et de rattrapage induisent une inflation temporairement supérieure à 2% en 2021.

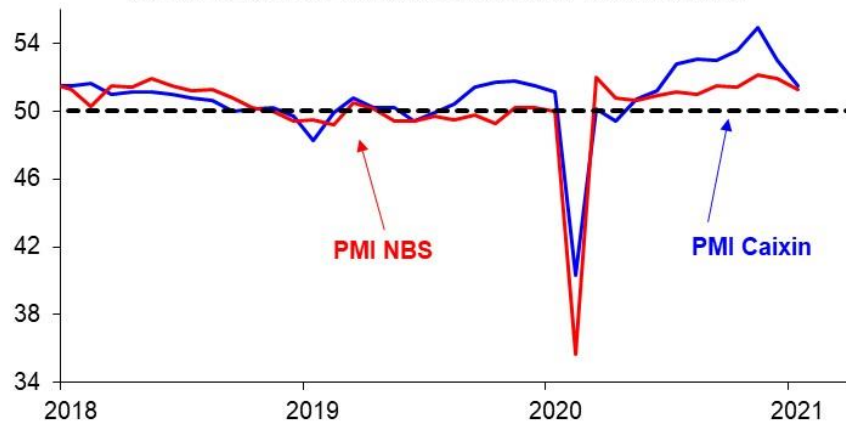
### A surveiller

- Le marché immobilier reste en surchauffe avec des prix en hausse de 9% sur l'année, le nombre de logements disponibles à la vente atteint le point bas historique de 1,9 mois de ventes ; le nombre de biens vendus non construits est proche du record historique (277 K).
- L'inflation et les swaps d'inflation présentent des évolutions divergentes.

# Chine

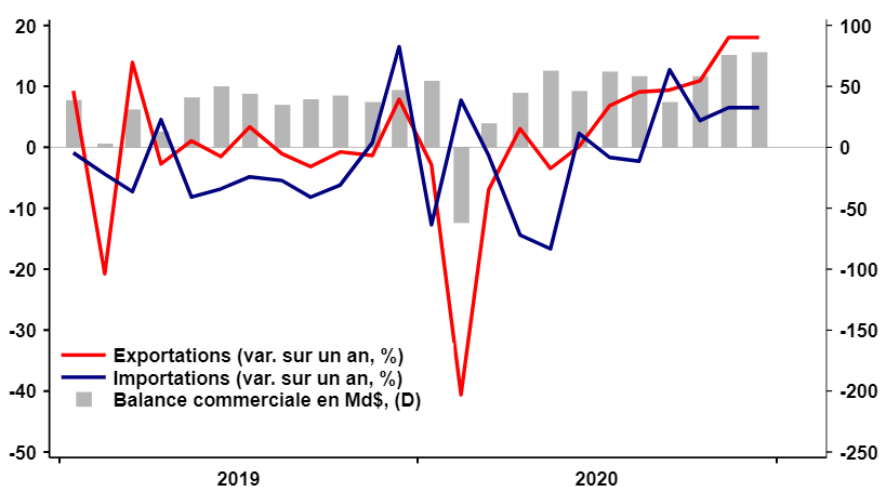
## Léger essoufflement en début d'année

Chine : Indices PMI dans le secteur manufacturier



Source : IHS, IHS Markit, LBP

Chine : Balance Commerciale



Source : Refinitiv Datastream, LBP

### ■ A retenir

- **Hausse du PIB de 6,5 % sur un an au 4<sup>e</sup> trimestre** (après +4,9 % au T3) portant la croissance sur l'année 2020 à +2,3 %. **L'activité pourrait s'essouffler légèrement en début d'année** (recul des indices PMI dans le secteur manufacturier en janvier) en lien avec une reprise de l'épidémie.
- **Inflation en hausse, à +0,2 % sur un an en décembre. Les prix hors alimentation et énergie restent cependant peu dynamiques** (+0,4 % sur un an), en baisse continue depuis le début de l'épidémie, illustrant la persistance de faiblesses du côté de la demande.
- **Nouveau record de l'excédent commercial** (à 78 Md\$) : les exportations ont à nouveau été très dynamiques (+18,1 %), **malgré la poursuite de l'appréciation du yuan** (1\$ = 6,4 yuans fin janvier). Elles ont été notamment soutenues par la forte demande de produits médicaux et de biens liés au confinement (ex: ordinateurs liés à la généralisation du télétravail).

### ■ Politique économique

- Pour la deuxième année consécutive, **les autorités chinoises pourraient ne pas fixer d'objectif de croissance pour 2021**, afin de ne pas pousser les provinces à s'endetter davantage.
- **14<sup>e</sup> plan quinquennal et Vision 2035** : objectif d'un « développement sain et durable », fondé sur la poursuite des réformes structurelles et la promotion du modèle de « circulation duale » (croissance fondée sur la demande intérieure et montée en gamme des exportations).

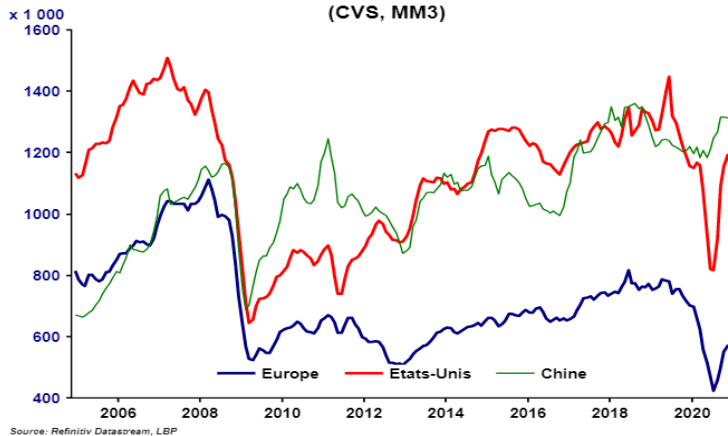
### ■ A surveiller

- **Arbitrage délicat pour la banque centrale chinoise entre le soutien de l'activité et la maîtrise des risques financiers** dans un contexte de reprise associée à une faible inflation.
- Evolution des relations avec les Etats-Unis suite à la prise de fonction de J. Biden
- **Nouvel an lunaire le 12 février** (vacances associées du 28 janvier au 8 mars) : restrictions mises en place pour les voyages (tests nécessaires, quatorzaine une fois sur place...) et incitations à rester sur place pour les travailleurs migrants (primes, nourriture gratuite...)

# Japon

## Reprise en sursis

Japon : Exportations par destinations en volume (CVS, MM3)



### ■ A retenir

- **En décembre, baisse de la production industrielle pour le 2<sup>e</sup> mois consécutif (-1,5 % après -0,5 %) :** l'état d'urgence reste en vigueur dans onze départements japonais (dont Tokyo) et pèse sur la demande.
- **Hausse des exportations sur un an (+2 %), pour la première fois depuis deux ans,** en lien avec une hausse des ventes à destination de la Chine. En 2020, les exportations japonaises ont chuté de plus de 11 % , soit la plus forte baisse depuis 2009. Les ventes à destination de l'Europe et des Etats-Unis ont notamment reflué.
- **En janvier, baisse de l'indice PMI en zone de contraction (à 49,8) :** cette baisse de l'indice global masque cependant une stabilité de l'indice relatif aux nouvelles commandes, point positif en ce début d'année.

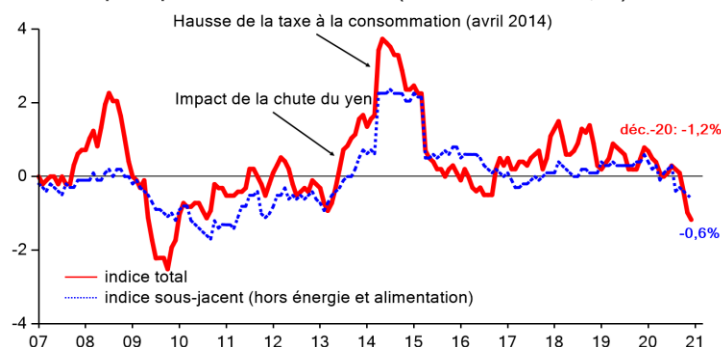
### ■ Politique économique

- **Lancement en décembre d'un plan de relance de près de 600 Md€ par Y. Suga :** hausse des investissements publics, prêts aux entreprises et dépenses publiques directes. Ce plan s'ajoute aux mesures adoptées par S. Abe pour un montant supérieur à 1 800 Md€.
- **Politique monétaire inchangée :** taux sur les dépôts de -0,1 % et rachats illimités d'obligations publiques pour maintenir les taux longs à 0 %. Les mesures de soutien de la BoJ (achats additionnels de titres de dette d'entreprise notamment ) sont en vigueur jusqu'en septembre 2021.

### ■ A surveiller

- **Importantes pressions déflationnistes :** en décembre l'inflation sous-jacente s'est établie à -0,6 % après -0,4 %.
- **Maintien des JO à l'été 2021**

Japon : prix à la consommation (variation sur un an, %)



# Pays émergents

## Un début d'année en demi-teinte

### ■ A retenir

#### Brésil :

- **Chute de la production industrielle de 4,5 % en 2020, en dépit d'une hausse continue depuis le mois de mai.** La chute concerne notamment le secteur des biens d'équipement et des biens durables.
- **Essoufflement de l'activité attendu au début de l'année 2021** en lien avec la reprise de l'épidémie de covid-19 qui entraîne à nouveau plus de 1 000 décès par jour. L'indice PMI manufacturier est en baisse en janvier. L'indice relatif aux nouvelles commandes s'est notamment détérioré.

#### Inde

- **Contraction du PIB attendue de 7,7 % pour l'année fiscale 2020 – 2021 (1<sup>er</sup> avril – 31 mars) en raison de la crise sanitaire.** La chute du PIB a été de 24 % pour la seule période avril – juin.
- **Présentation du budget annuel 2021 – 2022**, d'un montant de 394 Md€, qui contient notamment les mesures suivantes : doublement des dépenses de santé, à 25,3 Md€, qui sont pour l'instant à un très bas niveau (seulement 1 % du PIB); développements d'infrastructures, notamment ferroviaires et routières; création d'une nouvelle organisation chargée de gérer les créances douteuses.

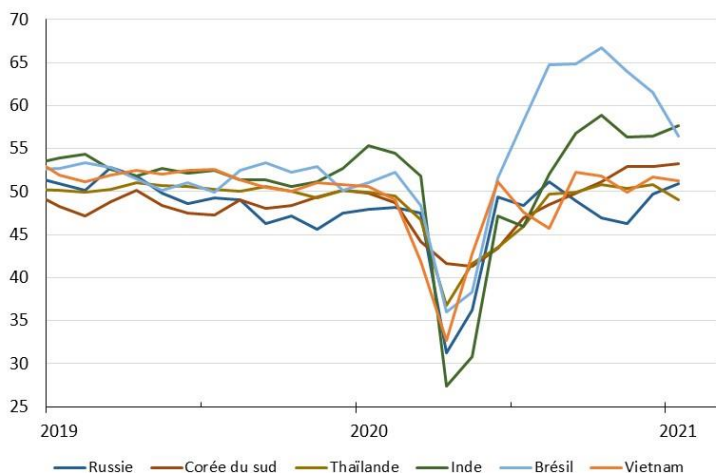
#### Russie

- **Baisse du PIB de 3,1 % en 2020** (1<sup>re</sup> estimation Rosstat) due notamment à la crise sanitaire et à la chute de la demande mondiale d'énergie. Pour 2021, la reprise de l'activité risque d'être modérée (+3,3 %, Rexecode) freinée par l'absence de marge de manœuvre budgétaire après les mesures adoptées en 2020 à hauteur de 4 pts de PIB et par la faiblesse de l'investissement.

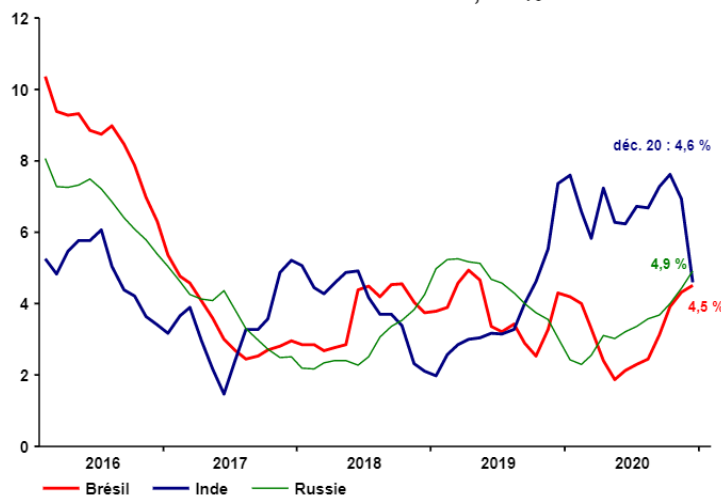
### ■ A surveiller

- **Fin des aides d'urgences au Brésil** qui pourrait fortement peser sur la demande intérieure
- Crise politique en Russie

PMI Manufacturier



Taux d'inflation annuelle, en %



Source: Refinitiv Datastream, LBP



# Zone euro

En janvier, l'activité reste ralentie

## ■ A retenir

- Sous l'effet des contraintes sanitaires, le PIB s'est de nouveau contracté au 4<sup>ème</sup> trimestre (-0,7 %). Il se situe 5 % sous son niveau de fin 2019 (9 % pour l'Espagne).
- En janvier, l'indice PMI résiste pour l'industrie mais il s'affaiblit un peu dans les services. Au total, l'activité progresserait actuellement à un rythme un peu plus modéré qu'en décembre (la mobilité reste entravée).
- Rebond de l'inflation en janvier (+ 0,9 % sur un an, 1,4 % pour l'inflation sous-jacente). Le sursaut est surtout très net en Allemagne de -0,7 % sur un an en décembre à 1,6 % en janvier en raison de la fin de l'allègement du taux de TVA.

## ■ Politique économique

### - Politique budgétaire :

- **Plan de relance européen, une mise en œuvre trop lente** : l'examen des plans nationaux devrait débuter au début du printemps. La Commission rendra son verdict dans les deux mois. Les Etats-membres auront un mois de plus pour adopter formellement ces plans nationaux. Les premiers décaissements interviendraient à la fin de de l'été seulement.

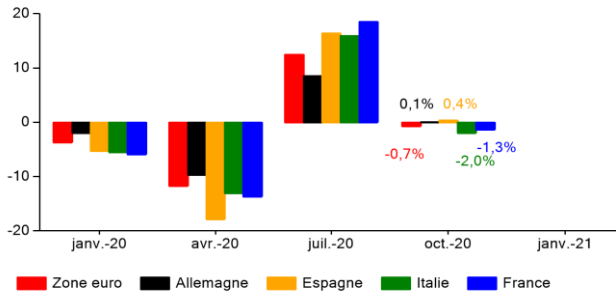
### - Politique monétaire :

- **Sans annoncer de nouvelles mesures, la BCE a un peu surpris fin janvier, en mettant en avant des risques baissiers un peu moins « prononcés »**. A ce stade, il s'agit plutôt d'un réglage fin de la « *forward guidance* » sans que cela ne présage des décisions à venir.

## ■ A surveiller

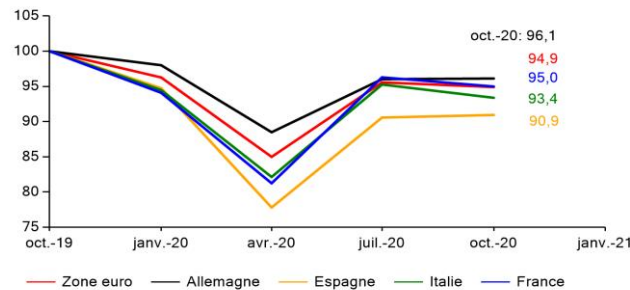
- Attention aux **effets multiplicateurs négatifs intra-européens (R-U compris)**
- **Le retour de « Super Mario » à la maison** : une bonne chose pour l'Italie ?

Zone euro : PIB en volume (taux de variation trimestriel, %)



Source : IHS, LBP

PIB en volume (4ème trimestre 2019 = 100)



Source : Eurostat, LBP

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

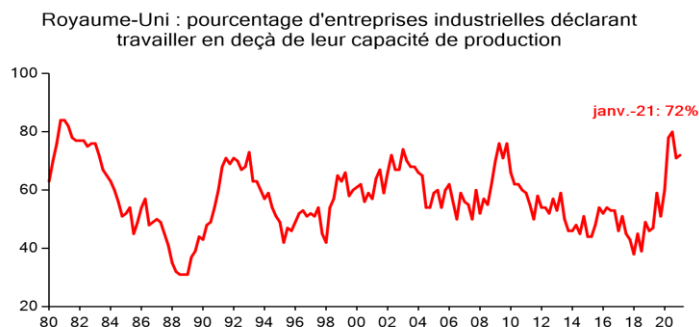
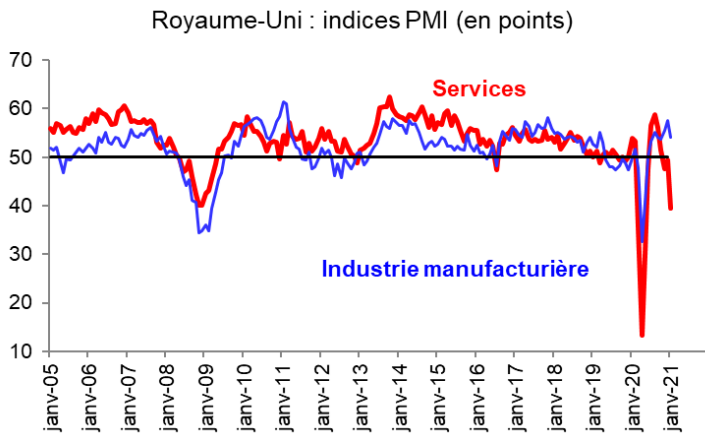


Source : IHS, LBP

Les Echos

# Royaume-Uni

Beaucoup d'obstacles à court terme sur la route de la croissance mais une campagne de vaccination efficace



Source : IHS, LBP

## ■ A retenir

- **En janvier, l'indice PMI pour l'industrie, se tasse un peu** (déstockage après les achats par anticipation en décembre, désorganisation des chaînes de production à cause de la Covid et du *Brexit*). **Le repli est beaucoup plus marqué pour les services en raison du reconfinement.**
- **La perte d'activité fin 2020 (par rapport à fin 2019) sera probablement près de deux fois plus élevée à celle observée en moyenne dans la zone euro.**
- **La sous-utilisation de l'appareil productif est encore massive** : près des  $\frac{3}{4}$  des entreprises industrielles travaillent en deçà de leurs capacités de production.

## ■ Politique économique

### - Politique monétaire :

- Lors du **Comité de politique monétaire du 3 février**, la **Banque d'Angleterre n'a pas modifié son taux directeur, ni ses achats d'actifs. La perspective d'un taux directeur négatif s'éloigne.** Cette mesure est jugée trop pénalisante pour les banques.

## ■ A surveiller

- **Avec environ 15 % de la population vaccinée au 2 février, le Royaume-Uni arrive en seconde position dans la course à la vaccination**, certes loin derrière Israël (60 %) mais devant les Etats-Unis (10 %). L'immunité collective pourrait donc être atteinte à mi-année, et donc favoriser un regain de croissance.

# France

## Un 4<sup>ème</sup> trimestre moins mauvais que redouté

### ■ A retenir

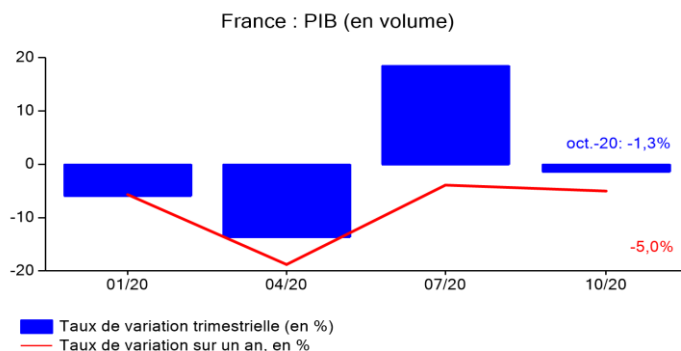
- Au 4<sup>ème</sup> trimestre, le PIB s'est contracté de 1,3 % en rythme instantané (-8,3 % pour la moyenne 2020). La fin d'année a été moins mauvaise que prévu grâce au très fort rebond de la consommation de biens en décembre. A noter une hausse des exportations et de l'investissement au 4<sup>ème</sup> trimestre, à relier avec la progression de la production manufacturière qui se poursuit.
- En janvier, le climat des affaires s'améliore très légèrement par rapport à décembre (indicateurs Insee). Le redressement se poursuit dans l'industrie mais l'activité plafonne à un bas niveau dans les services.
- En décembre, le nombre de demandeurs d'emploi s'est replié après une hausse limitée en novembre. Pas de forte hausse du chômage...pour l'instant.
- En janvier, les industriels se montrent beaucoup plus optimistes qu'en octobre sur leurs projets d'équipement.

### ■ Politique économique

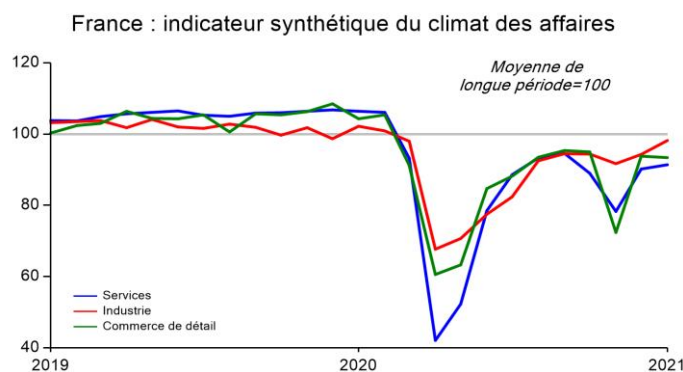
- L'accompagnement (chômage partiel, aides spécifiques à certains secteurs) se poursuit. Les aides bénéficient surtout aux très petites entreprises.
- Le déficit de l'Etat est passé de 93 Md€ en 2019 à 178 Md€ en 2020 (> 150 Md€ en 2021 ?)

### ■ A surveiller

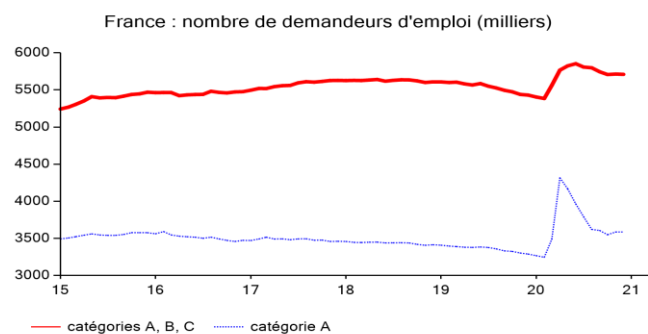
- Forte hausse des dépôts des entreprises, en parallèle avec la montée de l'endettement. 1/3 des PME qui ont souscrit à un PGE ne l'ont pas ou peu utilisé. Mais attention à l'effet d'optique : quand les entreprises vont devoir s'acquitter des cotisations sociales et commencer à rembourser les prêts contractés, les trésorerie vont être mises à rude épreuve.
- Un marché immobilier résilient jusqu'ici mais une première baisse des prix à Paris.



Source : Insee, LBP

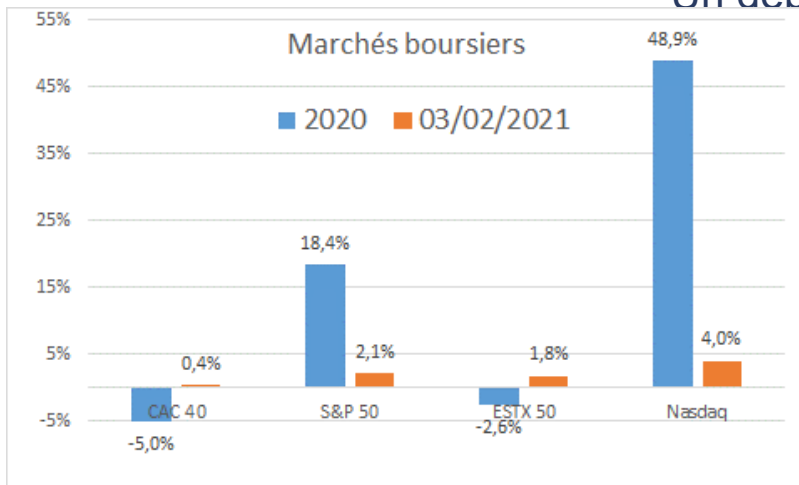


Source : IHS, LBP



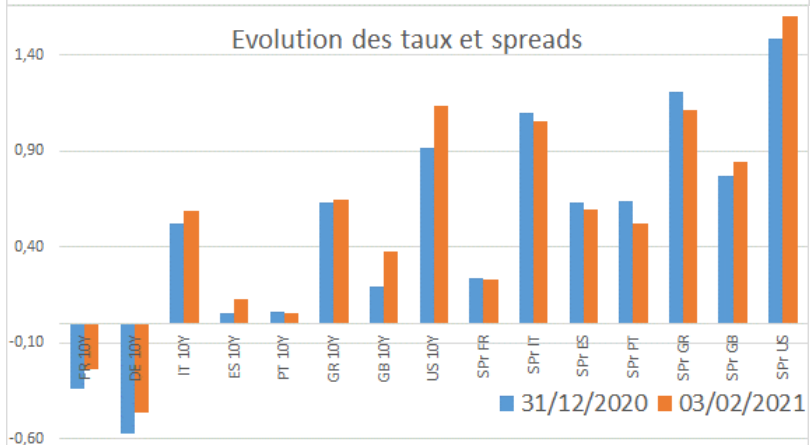
# Marchés financiers

## Un début d'année incertain mais volontariste



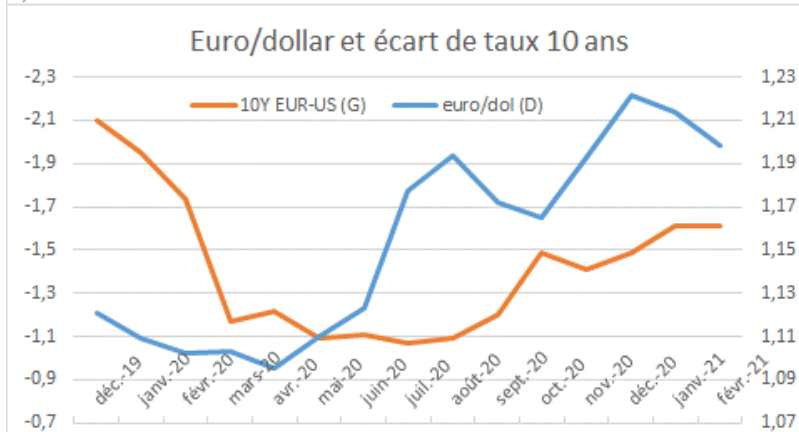
### ■ Indices boursiers (chiffres 03/02/2021)

- **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 (santé et technologie autour de +5% en ytd vs telco, financières et service aux collectivités négatifs).



### Taux

- **Les banques centrales ont confirmé le maintien à long terme de politiques ce qui stabilise les taux d'intérêt à un niveau bas.** Cela n'empêche pas des ajustements et notamment la hausse de 10 bp environ depuis le début de l'année sur des revues d'anticipations inflationnistes aux Etats-Unis.



### ■ Changes

- **Les marchés des changes semblent se stabiliser sur l'euro/dollar** anticipant peut-être l'élargissement de l'écart de croissance entre les deux zones et, à terme, les conséquences sur l'inflation et les politiques monétaires.

- Après une hausse de 6,7% contre dollar en 2020, le yuan semble s'être stabilisé début 2021.