

## Mission impossible pour la BCE ?

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	242,94	1,20%	2,99%
S&P 500 \$	3 841,94	0,81%	2,29%
Nasdaq Composite \$	12 920,15	-2,06%	0,25%
Nikkei ¥	28 864,32	-0,35%	5,17%
MSCI EM Net \$	648,54	0,05%	3,91%
China A Shares (CNY)	3 670,79	-0,20%	0,83%
Euro / Dollar	1,1915	-1,33%	-2,46%
Gold \$	1 700,64	-1,93%	-10,42%
Brent Oil \$	69,36	7,67%	33,95%
10 ans Allemand	-0,30%	-4 bps	27 bps
30 ans Allemand	0,21%	2 bps	37 bps

Le début de l'année 2021 est marqué par la hausse des taux longs, aux Etats-Unis évidemment, mais aussi en Europe, dans des proportions qui demeurent modérées à ce jour. Certes certains se sont émus lorsque le taux 10 ans français est repassé brièvement en territoire positif. **Dans l'absolu, on demeure malgré tout sur des niveaux bas et non préoccupants surtout en Europe.** Mais pour quelles raisons ? Parce que la situation économique l'explique ? Parce que l'inflation n'est pas inquiétante ? Parce que la BCE a racheté davantage de titres sur les marchés pour atténuer la hausse des taux ? Sur cette dernière hypothèse, la réponse est non. Beaucoup de paroles à ce stade, qui ont semblé convaincre, peut-être en l'attente d'annonces demain, qui seront scrutées avec attention. **Y a-t-il un risque de hausse significative des taux souverains européens si la BCE déçoit ?**

### La BCE va massivement rehausser sa prévision d'inflation.

En zone euro, l'estimation flash d'inflation est inchangée à **0,9%**. La nette hausse de la composante énergétique, de -4,2% en janvier à -1,7% en février n'est compensée que pour 1/8 par la moindre hausse des produits frais (qui passe de +2,0% à +1,4% sur un an). Le décalage des soldes est visible sur les prix des biens hors énergie, leur hausse annuelle avait bondi de -0,5% en décembre à +1,5% en janvier et revient à +1,0% en février. La correction est moins ample que ce que l'on pouvait espérer, avec une baisse mensuelle de 0,2% seulement. Les prix des services hors énergie progressent de 0,3% sur le moins, ce qui est modéré pour un mois de février, et permet au glissement annuel de revenir de 1,4% à 1,2%. Ainsi **l'inflation sous-jacente revient de 1,4% à 1,2%**, un peu plus haute qu'anticipée par le consensus (1,1%), et surtout très au-dessus du 0,2% observé tout au long du T4, mais toujours sur des niveaux bas.

Toutefois, la BCE qui se réunit cette semaine sera immanquablement amenée à réviser massivement en hausse sa prévision d'inflation pour cette année. L'estimation publiée en décembre était de 1,0% en moyenne pour 2021, après 0,2% en 2020. Or ce niveau est déjà presque atteint. Pire, **l'indice hors énergie et alimentation était prévu à 0,8% en 2021** après 0,7% en 2020, **un niveau déjà dépassé d'un demi-point** en janvier/février. Les estimations faites ne faisaient apparaître qu'un écart de 0,1 point lié à la baisse de 2 points de la TVA allemande (donc 0,2 point pour un semestre puisque la TVA a

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
10 ans US	1,57%	16 bps	145 bps
30 ans US	2,30%	15 bps	138 bps
10 ans Italie	0,75%	-1 bps	-89 bps
Xover TR - Spread	257,31	-8 bps	257 bps
Indices factoriels Fideas	Semaine	Depuis le 29/01	2021
EMU	0,62%	4,32%	3,05%
EMU Facteur Value	3,03%	8,15%	6,33%
EMU Facteur Growth	-1,24%	1,56%	0,50%
US	1,16%	3,72%	3,00%
US Facteur Value	3,02%	5,67%	4,94%
US Facteur Growth	-1,29%	1,25%	0,78%

été abaissée durant 6 mois). Ce chiffre est probablement sous-estimé. L'impact TVA est sans doute voisin de 1,4 point pour l'indice sous-jacent sur le second semestre. Donc, avec une pondération de 28% pour la consommation allemande, cela représente 0,4 point pour la zone euro, le double de l'estimation BCE.

Bref, l'inflation totale de l'année restera en-deçà de 2% en zone euro, mais pourrait ponctuellement dépasser ce niveau au cours de l'été (au cours actuel du pétrole). Ce cap de 2% sera, à coup sûr, franchi en Allemagne. **L'exercice de communication de la BCE sera donc délicat**, notamment auprès de l'opinion publique allemande. Les déclarations de Jens Weidman, le président de la Bundesbank qui a déjà demandé d'envisager un durcissement de la politique monétaire, **augurent aussi d'âpres débats au sein du conseil de la BCE.**

**La clef de lecture** des prévisions de la BCE seront **les taux d'inflation prévus de 2022 et 2023.** C'est en s'appuyant sur eux que C. Lagarde peut vendre l'idée d'un rebond temporaire de l'inflation, simple correction de la déflation de 2020. **C'est le meilleur moyen de justifier une politique monétaire inchangée et cela de façon durable.**

Dans un contexte de taux bas, de reprise au moins temporaire de l'inflation et de recrudescence de dissensions au sein du conseil des gouverneurs, **il existe donc bien un petit risque de déception de la part de la BCE, qui pourrait se traduire par une nouvelle hausse des taux, selon nous sans attendre de bouleversements malgré tout.** Nous constatons par ailleurs que l'écart de taux entre les taux 10 ans et 30 ans allemands demeure peu élevé, bien moins qu'aux Etats-Unis. C'est sur cet écart que nous avons décidé de nous protéger, modérément, contre un risque de déception de la BCE.

### Aux USA, le décalage entre l'emploi et le chômage s'érode.

**Les créations d'emploi de février ont nettement dépassé les attentes**, avec +379k contre +182 attendu, après un mois de janvier revu en nette hausse de +49 à +166k. On note une forte volatilité récente de l'emploi public +76k en janvier (revue de +43), mais qui est de nature temporaire puisque 86k postes ont été reperdus dès février. L'emploi privé affiche une accélération plus nette, d'autant plus remarquable que l'activité souffrait de la vague de froid en février.

Ainsi, il est normal que **le taux de chômage s'érode**, il passe de 6,3% en janvier à 6,2% en février, il était de 3,5% il y a un an. D'après les récentes inscriptions hebdomadaires, il devrait continuer à reculer en mars. Le taux de participation est inchangé en février à un niveau anormalement bas de 61,4%. Ce sont surtout les jeunes, en particulier les jeunes femmes, qui semblent avoir déserté le marché du travail. Depuis le début de la crise sanitaire **il manque encore 9,5 millions d'emplois** alors que le nombre de personnes se déclarant au chômage n'a crû que de moitié (+4,25 mns), **mais cet écart diminue sensiblement en février**, le nombre de chômeurs a reculé de 158k pour 379k emplois créés (même si la comparaison directe des deux chiffres est délicate puisque l'emploi est issu d'une enquête auprès des employeurs, tandis que le chômage provient d'une enquête auprès des ménages).

Selon son "*Beige book*", la Fed constate à la fois un bas niveau d'emplois et **des difficultés à recruter**, notamment pour la main-d'œuvre non qualifiée, ou dans la distribution. Elle impute cette situation au Covid, qui contraint certains parents à garder les enfants, ainsi qu'aux indemnités chômage plus élevées que les salaires qui éloigne les employés du marché du travail. Les écoles devraient bientôt rouvrir partout, mais, avec le grand plan de soutien, **les mesures d'aides vont se maintenir jusqu'en septembre**. Un bas taux de participation et une partie du décalage entre emploi et chômage pourraient donc persister durant une bonne partie de l'année 2021.

On doit aussi observer que **ce type de décalage n'existe pas ailleurs qu'aux Etats-Unis**. Par exemple, les chiffres de janvier pour le marché du travail allemand indiquent qu'en un an le pays a perdu 530 000 emplois, pendant que le nombre de chômeurs augmentait de 510 000. **Les pays disposant avant la crise d'un système de protection sociale solide et efficace ont pu amortir la crise** convenablement. Les Etats-Unis qui en étaient largement dépourvus ont distribué de l'argent à tout va, provoquant de multiples dérèglements économiques, accumulation de l'épargne, baisse de l'emploi, et un bond en avant du salaire moyen.

**A surveiller cette semaine**

C'est **la réunion de la BCE** qui sera le point d'orgue de la semaine. **Les nouvelles prévisions** des équipes de la BCE devraient présenter une **inflation brutalement revue en hausse pour 2021**, ainsi peut-être qu'une croissance plus soutenue grâce aux bienfaits de la vaccination de masse. L'anticipation **d'inflation en 2022, probablement plus stable**, sera, selon nous, plus intéressante car elle aura davantage d'impact sur la future politique monétaire. En tout état de cause **C. Lagarde devra justifier la politique monétaire** actuelle, pour laquelle nous n'attendons aucun changement, mais qui pourrait être de plus en plus critiquée par les faucons au fur et à mesure que l'inflation progresse, notamment en Allemagne, cette année.

**La semaine suivante, se réuniront à leur tour**, la Fed, la Banque d'Angleterre et celle du Japon.

**La Fed produira également un nouveau jeu de prévisions économiques et les dots** pourraient nous indiquer que la sortie de la politique monétaire ultra accommodante actuelle se rapproche. Lors de la conférence de presse, les marchés prêteront également une attention particulière à la lecture qui sera faite du **plan de relance** de 1,9 trillion de dollars maintenant qu'il a été approuvé par les deux chambres.

**La Banque d'Angleterre** devra s'appliquer à commenter les conséquences d'un **Brexit qui s'avère très tumultueux**, marqué par des accrocs sur les accords pourtant déjà signés et par une grande méfiance réciproque du RU et de l'UE.

**La Banque du Japon** fait face à situation plus calme puisque l'inflation demeure négative. Pourtant, la BoJ a dû lancer un rappel à l'ordre aux marchés à propos de **la poursuite de sa politique monétaire de contrôle de la courbe des taux**. Elle confirmera naturellement cette stratégie, même si le calme est déjà un peu revenu sur le marché obligataire.

**Les indicateurs économiques** sont moins importants, même si nous suivons les chiffres d'inflation pour février dans les deux grandes économies, les Etats-Unis et la Chine. Puis, les 15 et 16 mars pour ces deux pays, les chiffres de production industrielle et de vente au détail, toujours pour février.

*Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 09/03/21 à 19h00*