

LA SEMAINE EN BREF

DU 14/06/21 AU 20/06/21

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, les prix à la production accélèrent encore en mai et la Fed indique une anticipation de deux hausses de taux en 2023.

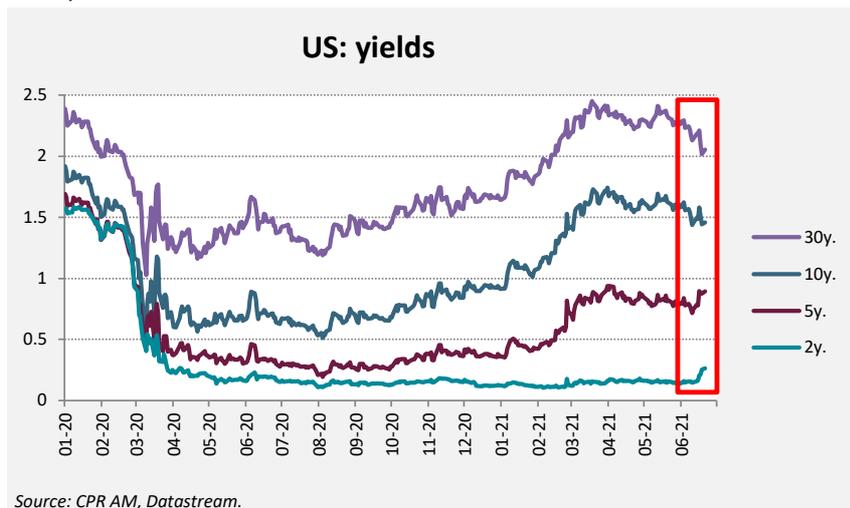
EN EUROPE, le rebond de l'économie britannique est plus fort qu'attendu à la réouverture avec une amélioration de l'emploi, une accélération de l'inflation et des niveaux de ventes élevés.

AU JAPON, la BoJ est sur le point d'annoncer la mise en place de TLTRO « verts ».

EN CHINE, les chiffres d'activité sont un peu décevants pour mai.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

En indiquant une anticipation de deux hausses de taux en 2023 (contre zéro jusque-là), la Fed a surpris les marchés. Alors que les marchés avaient été déçus par les deux derniers rapports sur l'emploi, les membres du FOMC ont jugé que les développements économiques avaient été meilleurs que prévu (voir dans la section Banques Centrales). Cela ouvre ainsi la porte à un « tapering » (réduction des achats) dans les prochains mois. Les marchés obligataires ont réévalué leurs attentes en termes de politique de taux. Le taux 2 ans revient au plus haut niveau depuis avril 2020 et la courbe des taux s'est fortement aplatie (comme lors des précédents épisodes de réévaluations des 'dots' ou de hausses de taux directeurs).



LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

20 Mds €

Montant de la 1^{ère} émission de la commission européenne pour financer le plan de relance européen

“
You love to have an economy growing as fast as this one, you love to have a labor market improving the way this one has improved.”
 ”

James Bullard, président de la Fed de Saint Louis

À VENIR CETTE SEMAINE

Etats-Unis	Revenus, consommation, Prix PCE de mai
Zone euro	PMI, IFO et enquête INSEE de Juin
Japon	PMI de Juin Inflation à Tokyo en mai
Royaume-Uni	Comité de la Banque d'Angleterre

NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 21.05.21



CENTRAL
 NORMALISATION GRADUELLE



ALTERNATIF
 DURCISSEMENT DE LA COMMUNICATION DE LA FED



CONSOMMATION

Les ventes au détail baissent de 1,3% en mai, ce qui est en dessous des attentes mais se trouve 18 % au-dessus des niveaux d'avant-crise. Surtout, le chiffre d'avril est revu de 0% à +0,9%, ce qui permet de très largement relativiser la baisse de mai ! La consommation de biens reste sur des niveaux très élevés et tient même vraiment bien lorsque l'on considère que la consommation de services (très peu présente dans les ventes au détail) a probablement fortement augmenté lors de ce même mois. Notons que les ventes au détail dans les bars et restaurants sont désormais nettement au-dessus des niveaux d'avant-crise (ce qui est bon signe pour l'emploi dans ce secteur). Les ventes « hors magasin » sont stables sur des niveaux très élevés. Le secteur de l'équipement de construction, de jardinage et de matériaux est en nette baisse.

PRODUCTION

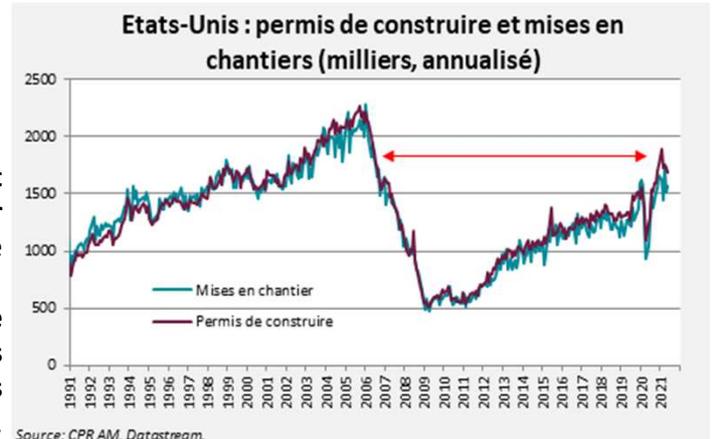
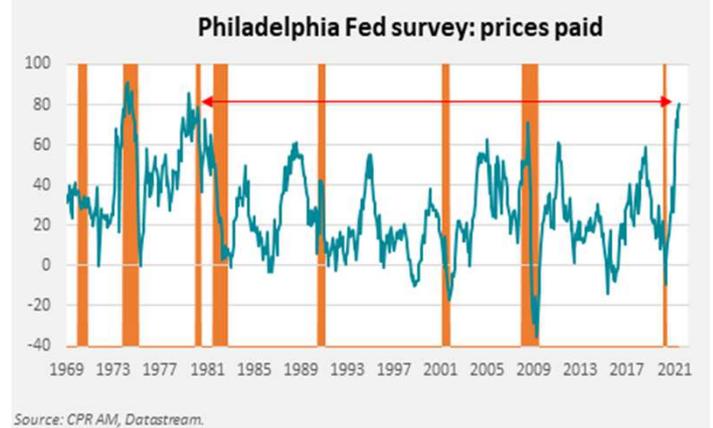
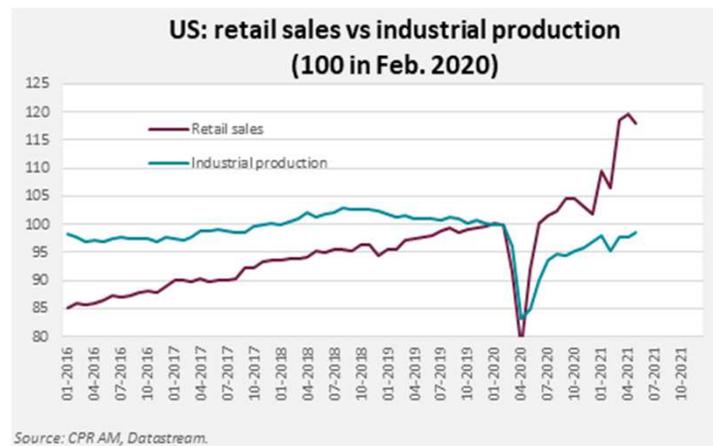
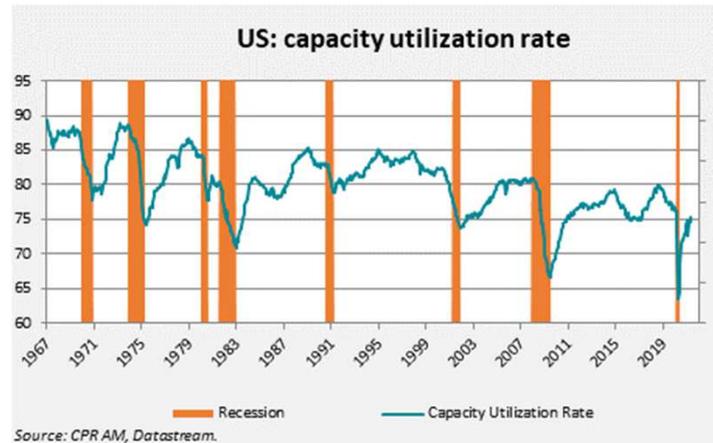
- **La production industrielle progresse de 0,8% en mai.** Le taux d'utilisation des capacités de production remonte à 75,2%, ce qui n'est plus très loin des niveaux d'avant-crise (ici il faut une nouvelle fois souligner la divergence spectaculaire entre ventes au détail et production industrielle). Notons que la production automobile, si elle se reprend un peu en mai, reste très déprimée par rapport aux niveaux d'avant-crise.
- **Les prix à la production (PPI) accélèrent encore en mai, à +6,6% en glissement, soit très largement le plus haut niveau depuis que cet indice de prix est publié par le BLS (c'est-à-dire 2010).** Le PPI hors énergie et alimentation progresse de 4,8% et le PPI hors énergie, alimentation et transport progresse de 5,3%. Si on considère les prix à la production pour la partie « biens », le glissement annuel est proche des plus hauts niveaux des 40 dernières années. Le glissement annuel peut être trompeur mais voici la séquence de variation mensuelle pour le PPI hors énergie, alimentation et transport en 2021 : +1%, +0,3%, +0,6%, +0,7% et +0,7%.

ENQUETES D'ACTIVITE

L'enquête de la Fed de Philadelphie est quasiment stable en juin, proche des plus hauts des 40 dernières années et la composante « prix payés » monte encore, au plus haut depuis 1980.

IMMOBILIER

- **La National Association of Realtors a publié un rapport disant qu'il avait manqué la création de 5,5 millions de logements sur les 20 dernières années,** ce qui nécessitait une réponse politique d'un ordre ne se produisant qu'une « fois par génération ».
- **Les permis de construire ont légèrement baissé en mai alors que les mises en chantier ont légèrement monté. Les deux séries restent sur les plus hauts niveaux observés ces 15 dernières années.** Le nombre de crédits immobiliers pour acheter décélère... probablement car il y a trop peu de logements à acheter.

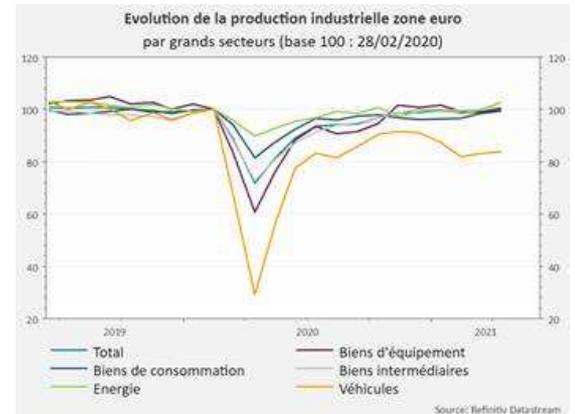




ZONE EURO

INDUSTRIE

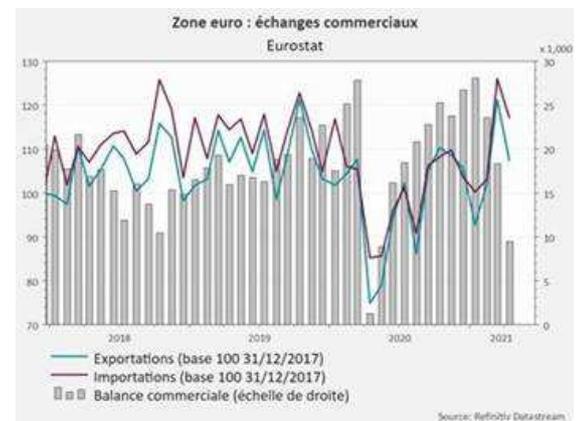
La production industrielle a progressé de 0,8% en avril 2021 par rapport au mois de mars. Sur un an, elle augmente de 39,3% et elle est désormais quasiment revenue à son niveau de février 2020 (-0,3%) hormis dans le secteur automobile (-16,1%).



COMMERCE EXTERIEUR

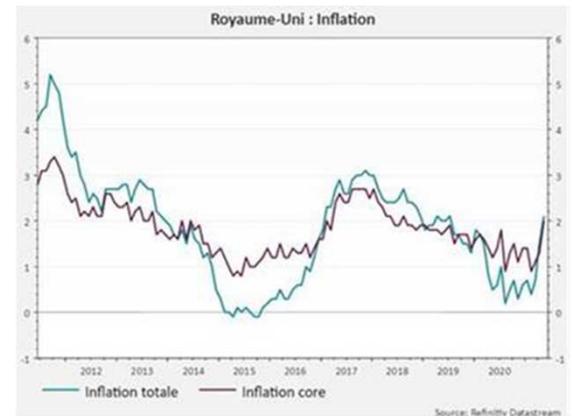
Les exportations de la zone euro s'élevaient à 193,4 Mds € en avril 2021, en baisse de 2,3% par rapport au mois de mars 2021, les importations ont progressé de 2,4 % en avril 2021 et atteint 184,0 Mds €. La balance commerciale a donc baissé de 18,3 Mds € en mars 2021 à 9,4 Mds € en avril 2021. Le commerce intra-zone euro a continué à croître atteignant 177,5 Mds € en avril 2021.

La baisse de l'excédent commercial de la zone est principalement liée à la baisse de l'excédent allemand et au creusement du déficit espagnol.



ROYAUME-UNI

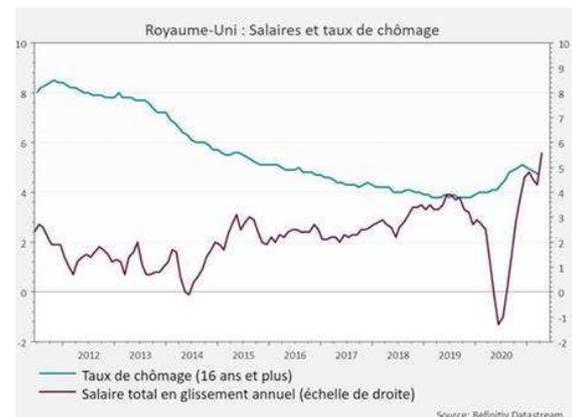
L'inflation a atteint 2,1% en mai après 1,5% en avril. L'inflation core augmente également de 1,3% en avril à 2,0% en mai. La principale contribution à la hausse de l'inflation annuelle entre avril et mai provient des transports (0,16 points de pourcentage) mais des hausses de prix sont visibles dans plusieurs secteurs et contribuent à l'accélération de l'inflation sur le mois : habillement (+0,13%), carburant, biens culturels et de loisirs (+0,15%), repas et boissons consommés dehors (+0,05%). Dans les transports, l'ONS précise que les prix des voitures d'occasion avaient contribué à la hausse de l'inflation jusqu'au mois d'octobre 2020 car les personnes allant travailler ne souhaitaient pas utiliser les transports mais que depuis, les prix ralentissent. Les prix alimentaires qui avaient accéléré début 2020, contribuent négativement à l'inflation en mai.



Les ventes au détail en volume ont baissé de 1,4% entre avril et mai 2021 après une forte hausse en avril (+9,2%) du fait de la réouverture des commerces. Elles restent néanmoins soutenues et se situent 11,4% au-dessus de leur niveau d'avant pandémie.

Le rapport sur l'emploi d'avril signale une baisse du taux de chômage à 4,7% (5,0% en février) et une hausse du taux d'emploi à 75,2%. Le nombre d'heures travaillées a également progressé sur le trimestre et le nombre d'emplois vacants a atteint 758 000 en mai avec plusieurs secteurs où il dépasse le niveau d'avant crise.

Les salaires totaux et hors bonus ont progressé de 5,6% en moyenne annuelle sur la période février-avril 2021 mais ce rythme très élevé est encore dû à des effets de composition et à un effet de base.

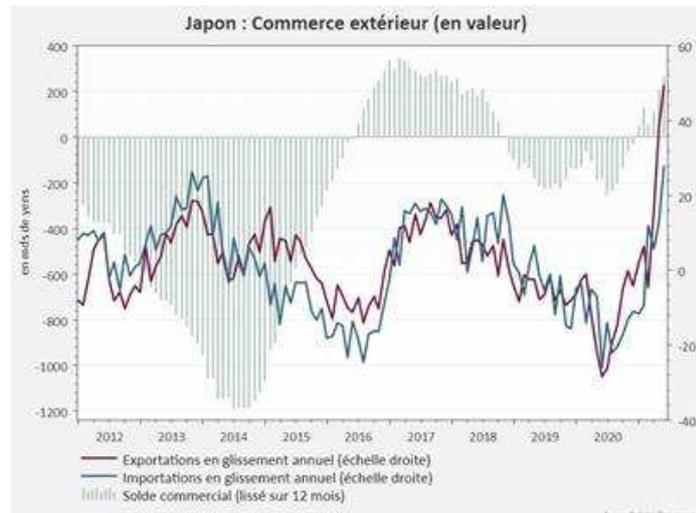




JAPON

COMMERCE EXTERIEUR

Les exportations progressent encore en valeur de 49,6% sur un an, et en volume de 38,6% sur un an après +28,4% en avril. Ces données, les plus fortes depuis 40 ans, étaient largement attendues et s'expliquent par l'effet de base. Les volumes importés progressent de 6,9% sur un an après +1,2% en avril. Par rapport à mai 2019, les exportations sont en hausse de 0,9%, après +1,1% le mois dernier. Elles ont retrouvé le niveau d'avant crise. Les volumes exportés progressent vers les Etats-Unis et l'Europe, et ralentissent un peu vers la Chine, tout en restant supérieures de 15,1% au niveau atteint en mai 2019.



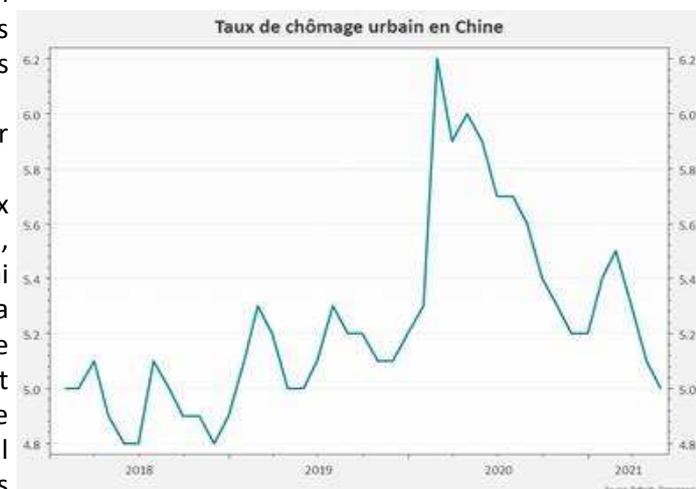
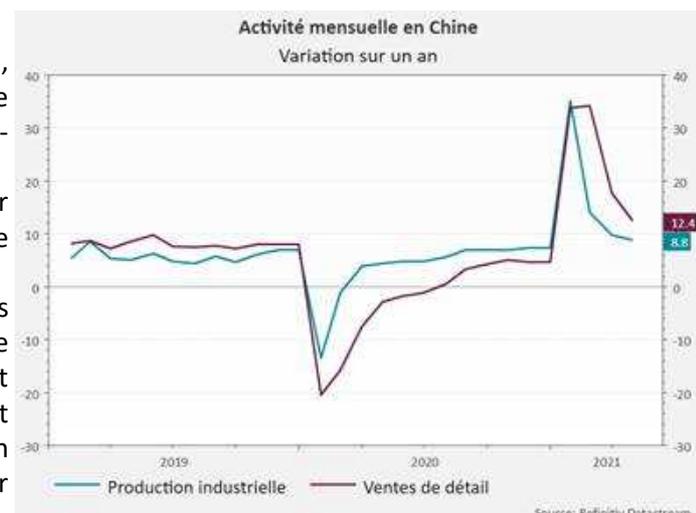
CHINE

ACTIVITE EN MAI

Des chiffres d'activité mensuelle plutôt décevants...

- La production industrielle progresse de 8,8% sur un an en mai, après +9,8% en avril. La production d'automobiles est toujours le principal frein à l'activité industrielle, en raison des pénurie de semi-conducteurs.
- L'indice de production dans les services est en hausse de 12,5% sur un an en mai après 18,2% en avril mais affiche toujours une progression sur le mois.
- Les ventes de détail sont en hausse de 12,4% sur un an après +17,7% en avril. Sur le seul mois de mai toutefois elles progressent de 1,7% après la baisse du mois d'avril. C'est l'effet des congés du début de mois. Les ventes en ligne se tassent un peu, avec un glissement annuel qui passe de 15,7% en avril à 9,7% en mai. Mais, attention l'approche du shopping online festival du 18 juin a pu être un facteur de frein sur le mois de mai.
- L'investissement en biens d'équipement progresse de 5,6% sur un an après +10,8% en avril. Il reste solide dans le manufacturier et dans une moindre mesure dans l'immobilier. En revanche, les données sont très décevantes dans les infrastructures.
- Le taux de chômage continue de baisser graduellement en mai pour atteindre 5% après 5,1% en avril.

Conclusion : des données globalement plutôt inférieures aux attentes. Les mesures de restriction d'activité sur le plus régional, notamment dans le Guangzhou, prises depuis la fin du mois de mai ont peut être eu un impact négatif et très certainement expliquent la faiblesse relative de la consommation. Les données haute fréquence plus récentes traduisent encore un ralentissement, avec notamment une activité dans les transports de passagers inférieure au niveau de 2019, alors que pour début mai on avait observé un net rebond ! Il est également à craindre un ralentissement coté exportations compte tenu des récentes perturbations dans l'activité portuaire en raison d'une hausse des cas de covid.



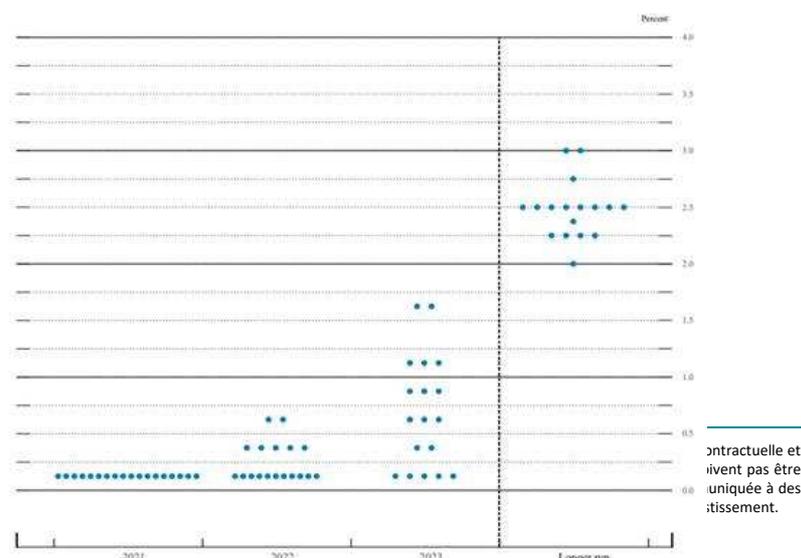
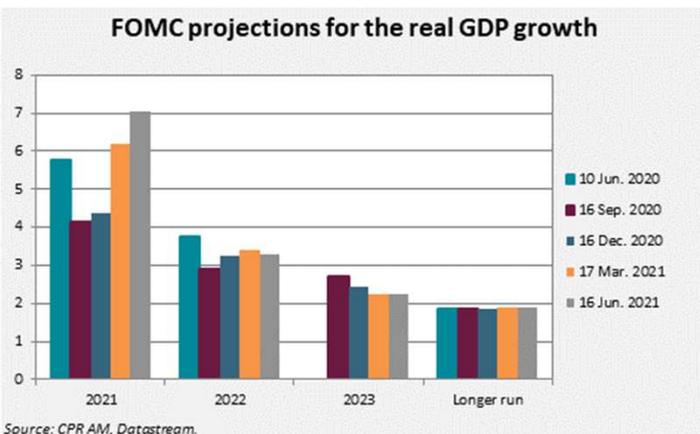


RESERVE FEDERALE

- **Seule décision de politique monétaire** : hausse de 5 bps des taux administrés (IOER et ONRRP) de 5 bps (en réponse aux taux monétaires trop bas). Lors d'une question sur la facilité de reverse repo, Powell a dit « qu'elle faisait le job », qu'il pensait que la hausse des taux administrés allait faire baisser les montants d'opérations de reverse repo mais il n'en avait vraiment pas l'air convaincu non plus (« we will see »).
- **La grande surprise du soir vient des dots**. Alors qu'ils n'indiquaient aucune hausse de taux en 2023, les « dots » en indiquent 2 désormais (alors que les grandes banques d'investissement en attendaient 0 ou 1). Surtout, les « dots » ne sont pas très loin d'indiquer une hausse de taux dès 2022 (7 membres sur 18 indiquent au moins une hausse en 2022).
- **L'introduction de Powell était résolument optimiste sur les perspectives économiques (« we will have a very strong labor market soon »)**, indiquant que les membres du FOMC étaient confiants sur le fait que les conditions d'un tapering seraient atteintes « plus rapidement que prévu ». Lors de ce qui ressemblait à un lapsus, Powell laissait entendre que le tapering serait discuté à chaque meeting désormais.
- **L'un des grands absents du soir a été le mot « transitoire »** alors qu'il était omniprésent avant le FOMC (prononcé 2 fois hier soir, contre 9 fois lors de la précédente conférence de presse). Et c'est vraisemblablement sur ce point que la perception a changé : dans la sémantique, la hausse de l'inflation est désormais bien plus liée à la « réouverture » (un phénomène dont on ne connaît pas la durée) qu'à des phénomènes « transitoires ».
- **Beaucoup d'humilité ressort de la conférence de presse** : Powell a indiqué qu'il y avait pas de *template* pour cette crise, « le processus de réouverture étant sans précédent suivant un épisode de fermeture sans précédent ». A plusieurs reprises, on sentait bien que lui et les membres du FOMC n'avaient que très peu de certitudes sur comment les choses allaient tourner et qu'au fond, ils ne savaient pas très bien distinguer ce qui est temporaire de ce qui ne l'est pas. La phrase choc : « Ce n'est pas le moment d'établir des conclusions fortes sur le marché du travail, sur l'inflation et sur le chemin de politique monétaire ».
- **L'un des éléments troublants est que Powell a quasiment expliqué que le FOMC avait un scénario central exposé dans les prévisions et un scénario alternatif où les anticipations d'inflation (notamment les ménages) dérapent et où il faudrait réagir vite**, et encore plus vite qu'auparavant à cause de la stratégie d'Average Inflation Targeting (d'ailleurs, énorme aveu de faiblesse quand Powell a dit que « les gens mésinterprètent la stratégie »)

Globalement, ce FOMC nous apprend que la Fed ne se voit pas du tout rentrer dans le groupe des banques centrales pour lesquelles la politique monétaire est gelée ad vitam aeternam (type BCE ou BoJ). La template est plutôt à aller chercher du côté de la BoC, qui a déjà procédé à un tapering et qui a raccourci l'horizon temporel de la forward guidance. Notre anticipation collective d'un tapering annoncé à Jackson Hole tient la route. Powell disait en creux qu'il s'attendait à de très bons job reports cet été. Si cela se vérifie (et si le plan d'infrastructures passe !!!), les dots indiqueront probablement en septembre une hausse de taux dès 2022. La donne change un peu.

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
18 juin	BOJ
24 juin	BOE
22 juillet	BCE
28 juillet	FED

Dates	Actualités
22 juin	Hongrie (0,60%), hausse attendue
23 juin	République tchèque (0,25%), +0,25% attendu Thaïlande (0,5%) statu quo attendu
24 juin	Mexique (4,0%), statu quo attendu Philippines (2%), statu quo attendu

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
22/06	Zone euro	Confiance du consommateur Juin
	Etats-Unis	Vente de logements existant de mai
23/06	Japon	PMI composite Flash de Juin
	Zone euro	PMI composite Flash de Juin
	Royaume-Uni	PMI composite flash de Juin
	Etats-Unis	PMI manufacturier de Juin Ventes de logements neufs de mai
24/06	Zone euro	Enquête INSEE de Juin Enquête IFO de Juin Bulletin économique de la BCE
	Etats-Unis	Balance commerciale de Mai Commandes de biens durables de Mai Inscriptions hebdomadaires au chômage
25/06	Etats-Unis	Revenus, consommation, Prix PCE de mai
	Japon	Inflation à Tokyo en juin

INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	18/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
Nasdaq	14 050	0,37%	6,13%	9,01%	40,74%	93,75%
SP 500	4 166	-1,91%	1,23%	10,93%	33,82%	50,21%
Eurostoxx 50	4 083	-1,05%	3,72%	14,94%	24,98%	17,79%
Nikkei	28 964	0,05%	3,28%	5,54%	28,98%	27,71%
MSCI Emergents	1 361	-1,50%	2,54%	5,42%	36,86%	23,08%
MSCI Emergents - LATAM	519	-1,51%	5,18%	7,95%	37,26%	17,98%
MSCI Emergents Asie	792	-1,22%	2,70%	4,68%	40,78%	35,90%
FTSE 100	7 017	-1,63%	0,97%	8,62%	12,22%	-8,04%

Cours de clôture, Indices en devises locales sauf émergents en dollar

Devises	18/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
EUR/USD	1,19	-2,03%	-2,56%	-2,89%	5,49%	2,06%
USD/JPY	110,20	0,48%	0,89%	6,72%	2,98%	-0,32%
EUR/GBP	0,86	0,07%	-0,42%	-3,85%	-4,09%	-2,14%
USD/GBP	0,72	2,15%	2,20%	-0,98%	-9,08%	-4,10%

Niveaux de Volatilité	18/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
VIX	20,70	15,65	22,18	22,75	32,94	12,31
VSTOXX	20,76	15,15	24,48	23,37	35,05	13,76

Niveaux de taux	18/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
10 ans US	1,44	-0,01	-0,23	0,53	0,71	-1,47
10 ans Allemagne	-0,20	0,07	-0,09	0,37	0,22	-0,60
10 ans France	0,16	0,05	-0,13	0,50	0,20	-0,57
10 ans Espagne	0,45	0,09	-0,16	0,40	-0,11	-0,81
10 ans Italie	0,87	0,13	-0,24	0,35	-0,50	-1,69
10 ans Japon	0,05	0,02	-0,02	0,03	0,04	0,02

Breakeven inflation	18/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
5 ans US	2,50	-0,05	-0,24	0,40	1,19	0,19
10 ans US	2,36	-0,09	-0,26	0,17	0,82	-0,01
5 ans EUR	1,48	-0,04	0,00	0,48	0,96	-0,04
10 ans EUR	1,49	-0,04	-0,09	0,37	0,72	-0,12

Matières premières	18/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	71,64	1,03%	13,07%	48,38%	84,45%	8,78%
Pétrole (Brent)	73,60	0,99%	10,31%	41,84%	77,05%	-1,54%
Or	1 775,97	-5,65%	-5,71%	-6,42%	3,01%	38,88%
Cuivre	9 119,75	-8,57%	-8,62%	17,69%	57,69%	30,82%

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement.