

LA SEMAINE EN BREF

DU 26/11/18 AU 30/11/18

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, les dépenses de consommation surprennent positivement. En revanche, les signes de ralentissement du marché immobilier s'accumulent et les nouvelles inscriptions au chômage partent à la hausse depuis un plus bas historique.

DANS LA ZONE EURO, l'inflation ralentit en novembre du fait de la dissipation des effets de base sur le pétrole mais également à cause du ralentissement des prix des services. Côté politique, les négociations sur le budget italien entre la Commission et le gouvernement italien se poursuivent dans un climat plus apaisé. En Grande-Bretagne, T. May est en campagne pour soutenir son projet d'accord avant le vote du parlement qui doit intervenir le 11 décembre prochain et qui s'annonce très incertain.

AU JAPON, la production industrielle rebondit nettement en octobre après les difficultés liées aux perturbations climatiques en septembre.

EN CHINE, les indices PMI de novembre pointent un nouveau ralentissement de l'activité dans l'industrie et la construction.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

La Chine et les Etats-Unis ont convenu d'un cessez-le-feu dans leur guerre commerciale.

- La hausse de droits de douane de 10 à 25 pp sur une tranche de 200 Mds \$ d'importations US en provenance de Chine, qui devait intervenir le 1^{er} janvier, interviendra dans 90 jours en cas d'échec des négociations entre les deux parties.
- Les deux parties vont négocier dès maintenant sur les transferts de technologie forcés et les protections de la propriété intellectuelle.
- La Chine augmentera de façon « très substantielle » ses importations de produits agricoles, énergétiques et industriels américains.

LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

2%

Inflation en novembre en zone euro

"It's an incredible deal. What I'd be doing is holding back on tariffs. China will be opening up. China will be getting rid of tariffs."

Donald Trump, après son dîner avec le président Xi Jinping au G20

À VENIR CETTE SEMAINE

Etats-Unis	Rapport sur l'emploi
Zone euro	Ventes au détail Commandes à l'industrie Allemagne
Japon	Dépenses des ménages
Chine	PMI Caixin Balance commerciale

NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 21.11.18

Scénario CENTRAL



Scénario alternatif 1



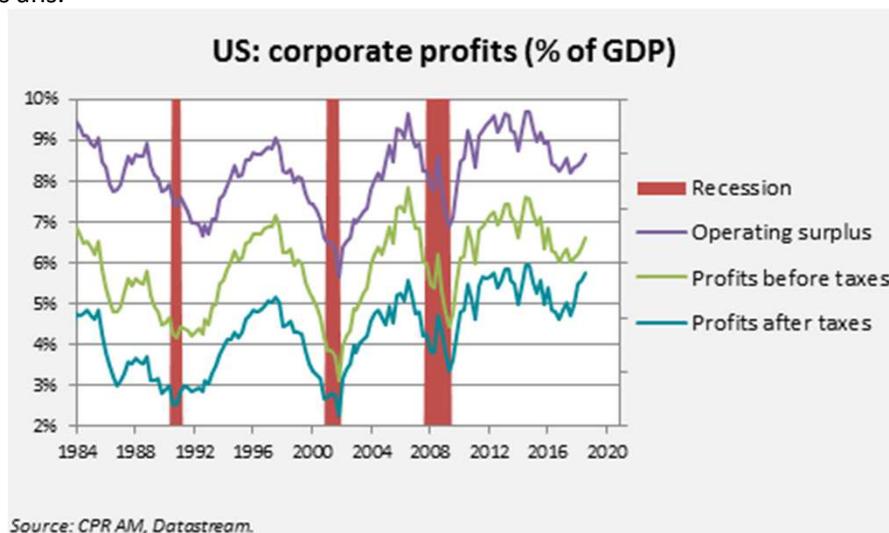
Scénario alternatif 2





2^{ème} estimation du PIB du T3

- **En deuxième estimation, la croissance américaine au T3 sort à 3,5% en trimestre sur trimestre annualisé, soit exactement le même chiffre que lors de la première estimation.** La contribution de la consommation des ménages a été légèrement revue à la baisse alors que celle de l'investissement des entreprises a été revue légèrement à la hausse.
- **Les profits des entreprises ont accéléré au T3 (+14,2% en trimestre sur trimestre annualisé), soit le rythme le plus rapide depuis le T2 2014.** L'élément intéressant ici est que les profits avant impôts soient en nette progression, ce qui ne correspond du tout à ce qu'on n'a pu voir sur les dernières décennies lors des périodes « pré-récession » (où généralement, les profits sont en nette décélération). Par ailleurs, la charge d'intérêt des entreprises n'a pas augmenté sur le T3 : l'*interest coverage ratio* (EBITDA sur charge d'intérêt) revient sur des plus hauts de trois ans.



Consommation

Les dépenses de consommation ont surpris positivement en octobre, à +0,6% sur le mois (contre +0,4% attendu). C'est la variation mensuelle la plus élevée depuis mars. Ce chiffre est plutôt rassurant en ce qui concerne la consommation des ménages sur le 4^{ème} trimestre.

Immobilier

- **Les prix immobiliers continuent à ralentir aux Etats-Unis.** L'indice de prix des 20 plus grandes villes n'a progressé que de 5,2% en glissement en septembre (contre +5,6% en août). La dynamique sur 3 mois (mesuré en variation 3 mois sur 3 mois) est la plus mauvaise depuis 2012.
- **Les ventes de nouveaux logements baissent fortement en octobre (544k)** et retombe à un plus bas de près de trois ans. Toutes les statistiques immobilières vont dans le même sens : un net ralentissement du marché.

Marché du travail

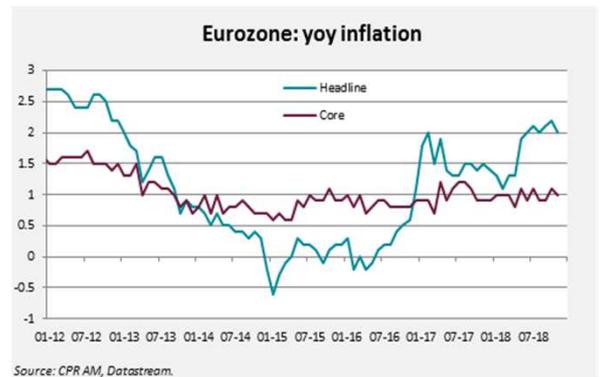
Les nouvelles inscriptions aux allocations chômage continuent de progresser après le point bas historique atteint mi-septembre. Cela pourrait indiquer un ralentissement du marché du travail. A suivre...



ZONE EURO

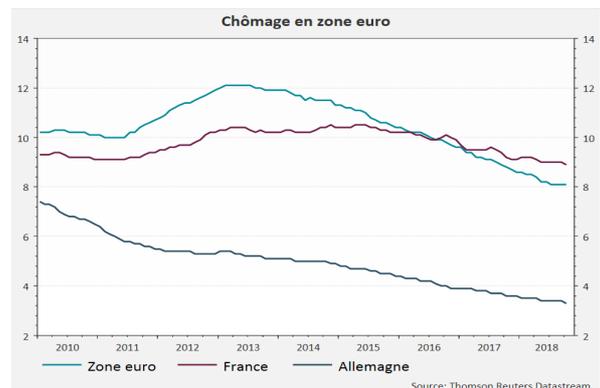
INFLATION

L'inflation ralentit, qu'il s'agisse de l'inflation totale ou de l'inflation sous-jacente. L'inflation totale passe de 2,2% en octobre à 2% en novembre et l'inflation sous-jacente passe de 1,1% à 1%. Les effets de base « pétrole » ont commencé à se dissiper (les prix de l'énergie passe de +10,7% en octobre à +9,1% sur novembre) et cela sera encore davantage le cas en décembre. L'inflation sous-jacente a notamment freiné à cause du ralentissement du prix des services (de +1,5 à +1,3%).



TAUX DE CHOMAGE

Le taux de chômage est resté stable à 8,1% en octobre 2018 par rapport à septembre 2018 alors que le consensus attendait une nouvelle baisse. Cependant, l'amélioration du marché du travail se poursuit dans un certain nombre de pays. Parmi les grands pays de la zone euro, le taux de chômage recule légèrement en Allemagne (3,3% après 3,4%), en France (8,9% après 9,0%) et en Espagne (14,8% après 14,9%) tandis qu'il progresse en Italie (10,6% après 10,3%).



ENQUETES DE CONJONCTURE

L'indicateur ESI du climat des affaires en zone euro reste quasi stable à 109,5 en novembre après 109,7 en octobre. La confiance dans l'industrie s'améliore un peu (+0,4 point) notamment sur les composantes « production passée » et « anticipations de production ». Elle reste stable dans les services et la construction et s'améliore également dans le commerce de détail. Seule la confiance des consommateurs continue à baisser (-1,2 point) du fait de la détérioration de leurs anticipations sur l'évolution de l'emploi et de leurs capacités d'épargne.

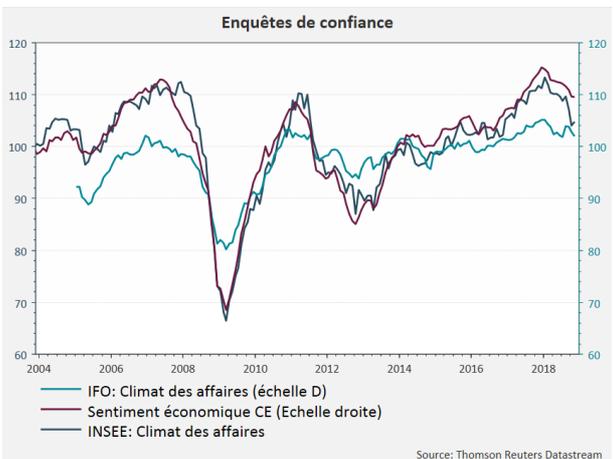
Parmi les grands pays de la zone euro, l'indicateur de climat des affaires progresse en France et en Allemagne et baisse en Italie.

En Allemagne, l'indice IFO du climat des affaires baisse de 102,9 points en octobre à 102,0 en novembre. Toutes les composantes de l'enquête, industrie, services, construction et commerce sont en repli sur le mois.

Dans l'industrie, le climat des affaires atteint son plus bas de l'année. Les entreprises sont plus pessimistes sur l'évolution de leurs carnets de commandes et des commandes à l'exportation. Dans ce contexte, moins de participants prévoient d'augmenter leurs prix de vente. Le taux d'utilisation des capacités baisse également à 87,1%.

En France, la confiance des ménages baisse fortement en novembre. L'indicateur qui la mesure atteint 92 après 95 en octobre, niveaux qui sont inférieurs à sa moyenne de long terme (100).

La proportion de ménages estimant qu'il est opportun de faire des achats importants diminue fortement. Les ménages sont également moins optimistes sur l'évolution du niveau de vie en France (-11 points), de leur situation financière (-2 points) et de leur capacité d'épargne (-6 points). Le solde sur l'inflation perçue augmente alors que les ménages sont moins nombreux à penser que les prix vont augmenter à 12 mois.





JAPON

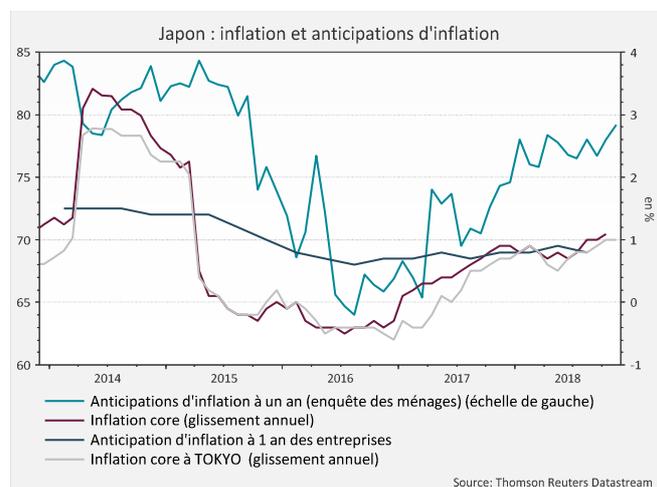
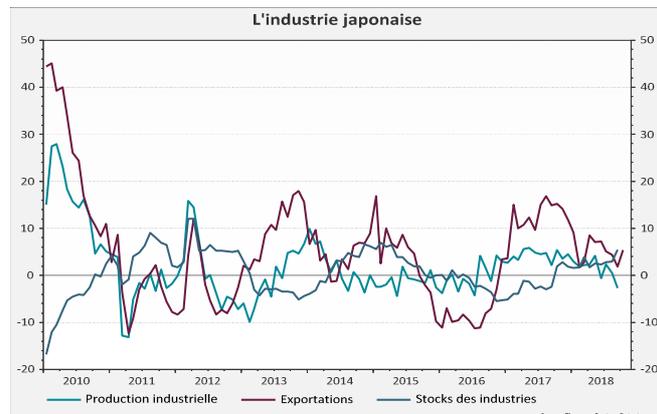
PRODUCTION INDUSTRIELLE

La production industrielle rebondit nettement en octobre, en hausse de 2,9% sur le mois après un recul de 0,4% en septembre. Les livraisons bondissent de 5,4% sur le mois et de fait les stocks diminuent de 1,4% sur la même période. La qualification du gouvernement concernant le niveau d'activité est revue à la hausse avec "picking up slowly" au lieu d'avoir précédemment « "but shows signs of decrease in part" ». La production progresse dans 13 des 15 secteurs de l'enquête.

INFLATION et Anticipations d'inflation

L'indice des prix à Tokyo hors alimentation fraîche reste stable en novembre à 1% en glissement annuel. Hors énergie et alimentation fraîche, l'indice de Tokyo demeure à 0,6% en glissement annuel en novembre. On observe une grande stabilité de l'inflation depuis l'été. Les hausses de prix dans l'alimentation et la restauration ont été compensées par la baisse dans les forfaits de voyage. La baisse du prix du pétrole est pour le moment compensée par la hausse de l'électricité et du gaz.

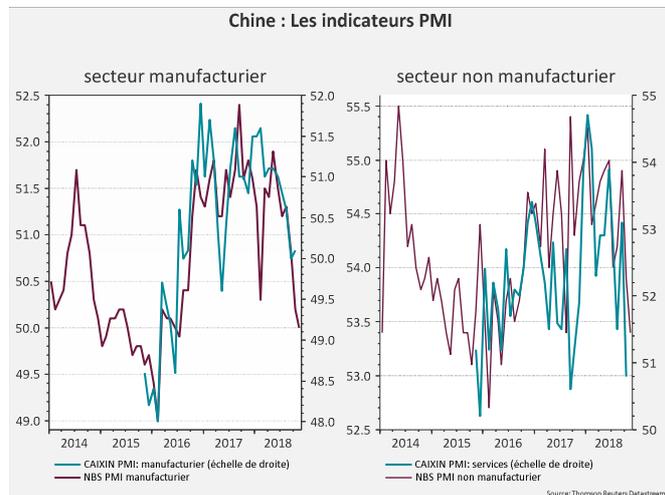
La confiance des ménages se replie très légèrement à 42,9 en novembre après 43 en octobre, retrouvant un plus bas depuis décembre 2016. Le sentiment individuel concernant les conditions de vie se dégrade alors même que la croissance des revenus progresse en novembre. Les anticipations d'inflation calculées à partir des réponses à cette enquête continuent de progresser.



CHINE

PMI officiels

De nouveau un chiffre décevant qui souligne la difficulté pour les autorités à enrayer le ralentissement de l'activité depuis quelques mois. L'enquête PMI officielle indique un nouveau recul de l'indice PMI manufacturier, ce dernier atteignant 50 en novembre après 50,2 en octobre. Mais le ralentissement ne touche pas que le manufacturier, et se constate dans l'indice non manufacturier qui recule également de 53,9 en octobre à 53,4 en novembre. Cela s'explique par une baisse de 4 points de l'indice du secteur de la construction (comptant pour 20% de cet indice) alors que la composante services progresse de 52,1 à 52,4. Au total, l'indice composite passe de 53,1 en octobre à 52,8 en novembre. Les sous indices de production et de nouvelles commandes baissent, tout en restant au-dessus de 50. L'indice des nouvelles commandes manufacturières à l'exportation se stabilise à un faible niveau (47 après 46,9 en octobre). La progression du sous-indice de stocks et la baisse des commandes indiquent un ralentissement de la demande.



BANQUES CENTRALES



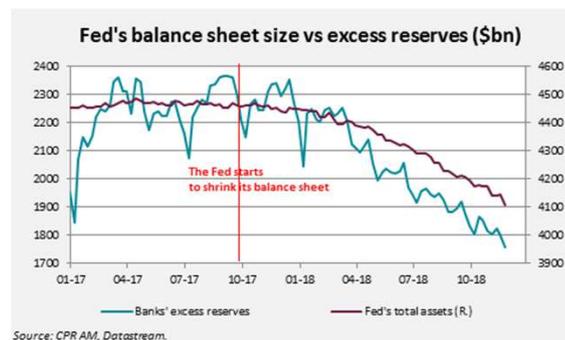
RESERVE FEDERALE

Minutes de la Fed :

Lors du FOMC du 8 novembre, presque tous les membres étaient en faveur d'une hausse de taux en décembre.

Les membres du FOMC continuent d'anticiper une « hausse graduelle des fed funds. » Toutefois, ils sont de plus en plus conscients que les effets positifs sur la croissance émanant de la réforme fiscale vont se dissiper avec le temps et que les effets négatifs provoqués par les hausses de taux vont peser de plus en plus. Le sentiment général qui émerge est qu'il existe moins de certitudes sur la politique à mener l'année prochaine et l'emphase est mise encore plus que d'ordinaire sur la « data dependence ». Comme nous le disions hier, il est désormais probable qu'on assiste à une « dovish hike » de la Fed en décembre (hausse de la fourchette cible de fed funds de 25 bps - avec un ajustement plus faible du taux de rémunération des réserves excédentaires - mais révision à la baisse des dots, voire des projections de croissance).

Il est très intéressant qu'une bonne partie des discussions du FOMC de novembre ait porté sur la politique de réduction de bilan et en particulier sur le niveau « terminal » des réserves excédentaires auquel devait parvenir la Fed. Une enquête a d'ailleurs été réalisée par la Fed auprès des banques pour connaître le niveau minimal de réserves excédentaires avec lequel celles-ci seraient « confortables. » Il en ressort qu'elles ne souhaiteraient pas que leurs réserves agrégées passent sous la moitié de leur niveau d'août 2018 (qui étaient alors d'environ 1900 Mds\$). Etant donné la baisse coïncidente de la taille du bilan et des réserves excédentaires, cela pourrait se produire vers la première partie de l'année 2020, ce qui impliquerait une communication au sujet d'une possible modulation/arrêt de la réduction de bilan dès 2019.



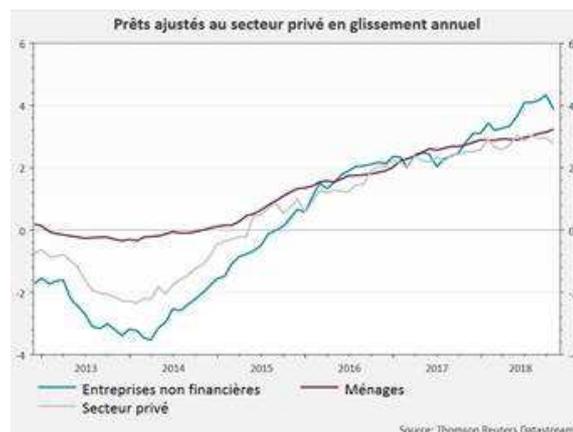
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La masse monétaire mesurée par l'agrégat M3 a augmenté de 3,9% en glissement annuel à fin octobre après 3,6% à fin septembre. Le taux de croissance annuel de l'agrégat M1 est resté stable à 6,8% en octobre.

Du côté des contreparties, on observe une légère diminution du crédit aux résidents (de +3,0 % à +2,9 %) et une stabilité des crédits au secteur privé (3,0%).

Le taux de croissance annuelle des prêts au secteur privé, corrigés des facteurs techniques financiers, baisse très légèrement à 3,3% à fin octobre après 3,4% à fin septembre. Cela est dû au ralentissement des prêts aux entreprises non-financières qui baissent de 4,3% en septembre à 3,9% en octobre tandis que les prêts aux ménages restent stables à 3,2%.

La progression du crédit au secteur privé en zone euro reste solide malgré le léger ralentissement de la croissance des prêts aux entreprises qui intervient après des rythmes de progression très soutenus. Pour l'Italie, ce ralentissement est plus marqué (1,6% en octobre après 2,4% en septembre).



BANQUE DE CORÉE

Première hausse de taux de la banque centrale depuis novembre 2017. Le taux directeur progresse de 25bp pour atteindre 1,75%, décision qui n'a pas été prise à l'unanimité, deux membres du board votant contre. Le communiqué est globalement resté inchangé sur le plan de l'analyse macro. L'inflation devrait dépasser les 2% de l'objectif dans les prochains mois puis revenir en dessous autour de 1%. Le seul changement est la mention de l'accélération des crédits aux ménages en octobre, sachant que leur dette est un sujet de préoccupation. Le gouverneur a indiqué que la politique monétaire restait accommodante y compris après cette hausse de taux. Les minutes de cette réunion seront publiées le 18 décembre.

INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
19 décembre	Fed
13 décembre	BCE
20 décembre	BoJ
20 décembre	BoE

Dates	Actualités
4 décembre	Australie (1,50%), statu quo attendu
5 décembre	Inde (6,50%) statu quo attendu Canada (1,75%) statu quo attendu

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
3 décembre	Chine	PMI manufacturier Caixin de novembre
	Etats-Unis	ISM manufacturier de novembre
4 décembre	Zone euro	Prix à la production d'octobre
5 décembre	Chine	PMI Services Caixin de novembre
	Zone euro	Ventes au détail d'octobre
	Etats-Unis	Productivité - Coût unitaire de la main d'œuvre T3 ISM non manufacturier
6 décembre	Allemagne	Commandes à l'industrie d'octobre
		Réunion de l'OPEP
	Etats-Unis	Balance commerciale d'octobre Commandes de biens durables
7 décembre	Japon	Dépenses des ménages d'octobre
	France	Production industrielle d'octobre Balance commerciale d'octobre
	Allemagne	Production industrielle d'octobre Balance commerciale d'octobre
	Zone euro	Evolution de l'emploi au T3
	Etats-Unis	Rapport sur l'emploi de novembre Confiance du Michigan de décembre
8 décembre	Chine	Balance commerciale de novembre

INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	30/11/2018	1 semaine	1 mois	Début 2018	3 ans
SP 500	2 760	4,85%	1,79%	3,24%	32,67%
Eurostoxx 50	3 173	1,14%	-0,76%	-9,44%	-9,51%
Nikkei	22 351	3,25%	1,96%	-1,82%	13,18%
MSCI Emergents	995	2,64%	4,06%	-14,13%	22,16%
MSCI Emergents- LATAM	479	1,68%	-2,19%	-5,80%	46,21%
MSCI Emergents Asie	510	3,17%	5,16%	-12,69%	31,39%
FTSE 100	6 980	0,39%	-2,07%	-9,20%	9,82%

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

Niveaux de Volatilité	30/11/2018	1 semaine	1 mois	Début 2018	3 ans
VIX	18,07	21,52	21,23	11,04	16,13
VSTOXX	18,49	18,97	20,30	13,51	23,65

Niveaux de taux	30/11/2018	1 semaine	1 mois	Début 2018	3 ans
10 ans US	3,01	-0,04	-0,15	0,60	0,80
10 ans Allemagne	0,31	-0,03	-0,08	-0,12	-0,17
10 ans France	0,69	-0,04	-0,07	-0,10	-0,11
10 ans Espagne	1,51	-0,13	-0,06	-0,06	-0,01
10 ans Italie	3,21	-0,20	-0,22	1,21	1,79
10 ans Japon	0,09	-0,01	-0,04	0,04	-0,22

Devises	30/11/2018	1 semaine	1 mois	Début 2018	3 ans
EUR/USD	1,13	-0,22%	0,04%	-5,68%	7,12%
USD/JPY	113,48	0,46%	0,47%	0,70%	-7,82%
EUR/GBP	0,89	0,23%	0,12%	-0,08%	26,43%

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.