



# LA SEMAINE EN BREF

## DU 22/07/19 AU 26/07/19

### LES FAITS MARQUANTS

**AUX ÉTATS-UNIS**, la croissance du PIB a surpris à la hausse, soutenue par la demande des ménages, alors que l’investissement est à la peine. Selon la révision annuelle des séries du BEA, le pic de croissance date du 2<sup>ème</sup> trimestre 2018 ; depuis le PIB ne cesse de fléchir.

**DANS LA ZONE EURO**, les enquêtes de conjoncture de juillet s’inscrivent une nouvelle fois en baisse, notamment dans le secteur manufacturier. L’Allemagne apparait comme la 1<sup>ère</sup> victime du ralentissement du commerce mondial. La BCE valide le principe d’une action mais attend septembre pour en déterminer l’ampleur et la nature.

**AU JAPON**, le PMI est un peu moins mauvais, mais l’indice du manufacturier continue de signaler une contraction de l’activité.

**AU ROYAUME-UNI**, Boris Johnson a été nommé Premier ministre par la Reine et a nommé un gouvernement dans lequel les pro-brexit prennent du poids.

### L’ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

Dans son communiqué, le conseil des gouverneurs de la BCE exprime le besoin d’une politique monétaire “hautement accommodante” pour une période prolongée du fait d’une inflation réalisée et prévue durablement inférieure à son objectif. La BCE se dit « prête à agir ». Si les taux directeurs restent inchangés, un « package » de décisions a été pris ou discuté :

- La modification de la forward guidance, avec des taux qui resteront aux niveaux actuels ou inférieurs sur la 1<sup>ère</sup> moitié de 2020.
- D’autres options sont également évoquées dans le communiqué et font l’objet d’évaluation par les comités compétents de l’eurosystème, afin de notamment renforcer la Forward Guidance sur les taux d’intérêt. Pour modérer les effets négatifs de la politique monétaire, le communiqué fait explicitement référence au mécanisme de tiering sur la rémunération des réserves. Un nouveau programme d’achats d’actifs est également évoqué dont la composition et la taille doivent être étudiées.
- La formulation de la cible d’inflation a été modifiée dans la 1<sup>ère</sup> page du communiqué sur les décisions. La formulation inférieure à mais proche de 2% n’est pas présente mais elle est remplacée par “the continued sustained convergence of inflation to its aim over the medium term”. La notion de symétrie dans la cible d’inflation est introduite plus loin dans le communiqué : “in line with its commitment to symmetry in the inflation aim”.

### LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

2,1%

Croissance du PIB au 2T19 aux Etats-Unis

“  
*La politique est pleine de gens haut en couleurs, surtout en ce moment... Il faut faire avec, sans quoi vous ne faites plus rien.*  
 ”

Frans Timmermans, Premier vice-président de la Commission européenne sur Boris Johnson

### À VENIR CETTE SEMAINE

Etats-Unis	Réunion de la Fed Emploi juillet
Zone euro	PIB – 2T 2019 Inflation juillet
Japon	Réunion de la BOJ
Chine	PMI juillet

### NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 26.06.19

#### Scénario CENTRAL

STABILISATION DES MARCHES GRACE AU SOUTIEN DES BANQUIERS CENTRAUX

45%

#### Scénario alternatif 1

RALENTISSEMENT ECONOMIQUE EN DEPIT DES MESURES DES BANQUES CENTRALES

45%

#### Scénario alternatif 2

CAPITULATION DES INVESTISSEURS FACE A LA HAUSSE DES ACTIFS RISQUES

10%



## PIB 2T2019

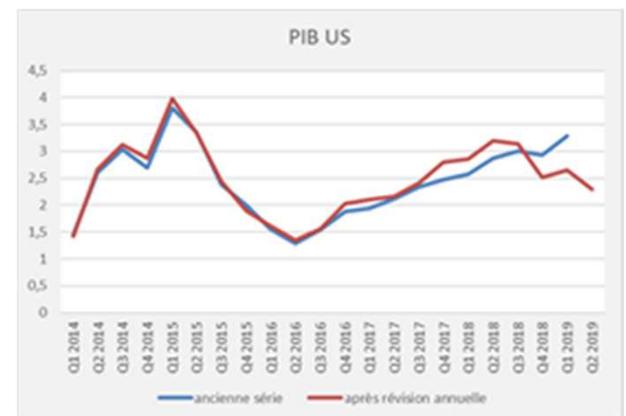
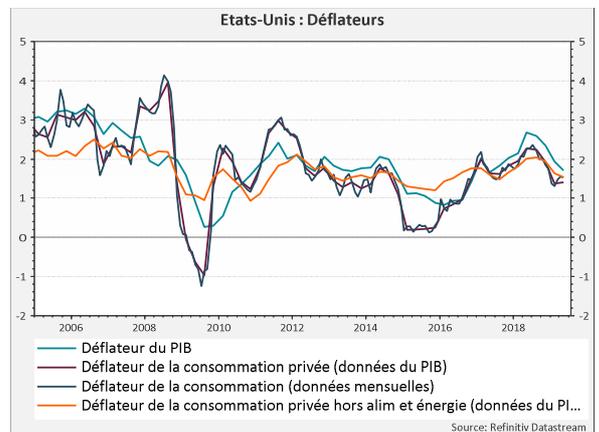
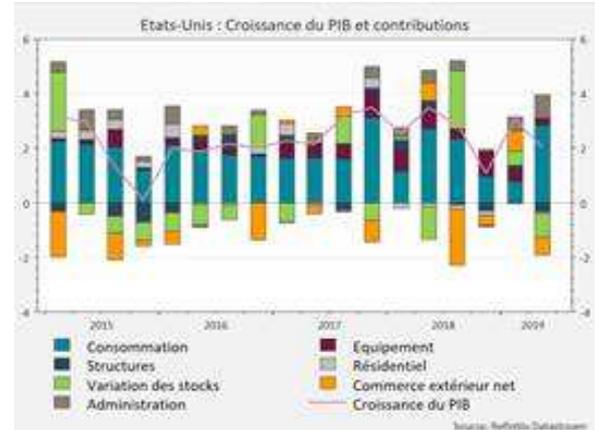
La croissance du 2T2019 surprend à la hausse ! Le PIB progresse de 2,1% en variation trimestrielle annualisée, certes après 3,1% au 1<sup>er</sup> trimestre, mais alors que le GDP now de la Fed d'Atlanta n'envisageait que 1,3% de hausse du PIB et que le consensus attendait 1,8%. La première des contributions à la croissance est celle de la consommation des ménages, en progression de 4,3% sur le trimestre, après +1,1% au précédent, contribuant pour 2,9 points à la croissance du PIB. Fait étonnant, cette dynamique de la consommation retrouvée ne s'explique pas par le revenu disponible réel. En effet celui-ci progresse de 2,5% alors qu'il était en hausse de 4,4% au trimestre précédent. Le deuxième élément de soutien est apporté par les dépenses publiques, en hausse de 5% après +2,9%. En revanche, l'investissement privé est au total en repli, de 5,5% sur le trimestre après +6,2% au T1. L'investissement fixe en équipement progresse de 0,7% après -0,1% et le seul investissement en structures baisse de 10,6% sur le 2<sup>ème</sup> trimestre après +4% au T1. C'est un poste généralement assez volatile. L'investissement résidentiel continue de reculer, de 1,5% sur le trimestre. Au total l'investissement retire 1 point de croissance. Le commerce extérieur retire également 0,7 point à la croissance du PIB, les importations progressant de 0,1% sur le trimestre alors que les exportations reculent de 5,2%. Pour finir la variation des stocks pèse à hauteur de 0,9 point sur la croissance du PIB. **En résumé, une croissance qui tient grâce à la consommation !**

Les indices de prix publiés parallèlement à la croissance réelle sont également intéressants ; Le déflateur du PIB progresse très sensiblement, de 2,2% sur le trimestre après +0,8% au T1. Le seul déflateur de la consommation privée augmente de 2,3% après +0,4%. Hors alimentation et énergie, le déflateur de la consommation privée est en hausse de 1,8% après 1,1%.

Restons prudents sur cette estimation préliminaire de la croissance du PIB ! Le BEA rappelle que la moyenne des révisions entre l'estimation avancée et la 2<sup>ème</sup> estimation (prévue le 29 août) est de 0,5 point de croissance.

**Par ailleurs, le BEA a procédé à la révision annuelle des comptes nationaux, qui modifie sensiblement le profil de croissance du PIB. Celui-ci ralentit continuellement depuis le pic atteint au 2<sup>ème</sup> trimestre 2018, alors que sous l'ancienne version de la série, la tendance était haussière... deux remarques s'imposent ; la réforme fiscale a eu un impact sensible sur un trimestre. La Fed dispose vraisemblablement de cette nouvelle série ; cela permet d'expliquer son changement de ton et la volonté d'abaisser le taux des fed fund...**

Le taux d'épargne est revu également à la hausse avec cette révision annuelle ; il est de 8,1% du revenu disponible au 2<sup>ème</sup> trimestre 2019 après 8,5% au 1<sup>er</sup>, contre une estimation précédente à 6,7%. Les ménages peuvent donc continuer à consommer...





**En Allemagne, l'indicateur IFO de climat des affaires de juillet se dégrade fortement pour atteindre 95,7 points après 97,5 en juin.** Si l'évaluation de la situation actuelle baisse (-0,7 points à 99,4), les entrepreneurs allemands sont surtout pessimistes sur leurs perspectives d'activité (-1,8 point à 92,2).

**La dégradation est particulièrement marquée dans le secteur manufacturier où l'indicateur retrouve les niveaux de 2012.** L'IFO précise que le taux d'utilisation des capacités de production a baissé de 85,3% à 83,9% et se rapproche de sa moyenne de long terme.

Dans le secteur des services, le commerce de détail et le commerce de gros, le climat des affaires s'est également détérioré et dans les services, il est au plus bas depuis 2014. Seule exception, le secteur de la construction voit son climat des affaires s'améliorer.

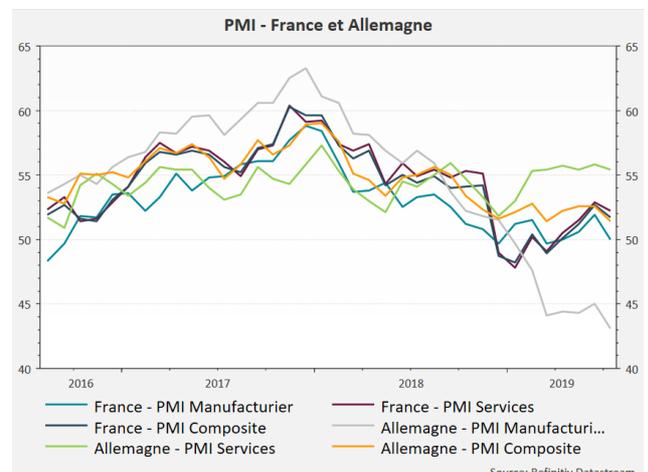
**En France, l'amélioration de l'activité dans l'industrie en juin ne se confirme pas. En juillet 2019, le climat des affaires baisse un peu dans l'industrie manufacturière pour atteindre 101 points après 102 points en juin.** Parmi les soldes qui se dégradent, on note les carnets de commande globaux qui atteignent leur point le plus bas depuis 2015, les perspectives générales de production, l'évolution passée des effectifs et les stocks. En revanche, les industriels conservent une opinion stable sur leurs perspectives personnelles de production et le solde d'opinion sur les carnets de commande en provenance de l'étranger s'améliore. Le climat des affaires chute lourdement dans l'industrie automobile, à son point le plus bas depuis mai 2013.

Dans les services, le climat des affaires perd un point à 106 points en juillet. Les soldes d'opinion sur les perspectives générales d'activité et l'activité se dégradent un peu, tout comme les investissements prévus. Mais les effectifs prévus rebondissent nettement (+5 points). L'indicateur de retournement reste en zone de conjoncture favorable.

**En zone euro, ralentissement de l'activité et divergences croissantes entre services et industrie !**

En juillet, le PMI composite se replie à 51,5 points après 52,2 en juin du fait d'une forte dégradation de l'indicateur manufacturier, à 46,4 après 47,6 points en juin tandis que le PMI Services reste relativement résilient (53,3 après 53,6) même si la croissance de l'activité a ralenti en juillet. Les soldes d'opinion sur les perspectives d'activité et de confiance se dégradent, celle-ci atteignant son plus bas niveau depuis 2012 dans l'industrie. Les répondants à l'enquête mettent en avant le ralentissement de la croissance, la guerre commerciale et la montée des tensions géopolitiques pour expliquer cette chute de la confiance.

L'enquête signale également une quasi-stagnation du volume global des nouvelles affaires. Les PMI de juillet sont compatibles avec une croissance de l'ordre de 0,1% au T3 après 0,2% attendu au T2 selon Markit.



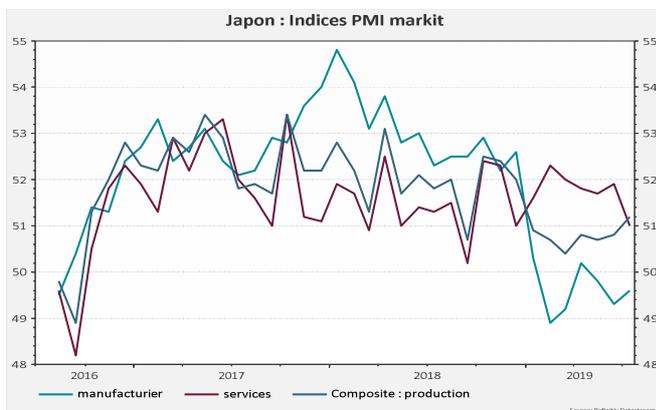


## JAPON

### PMI

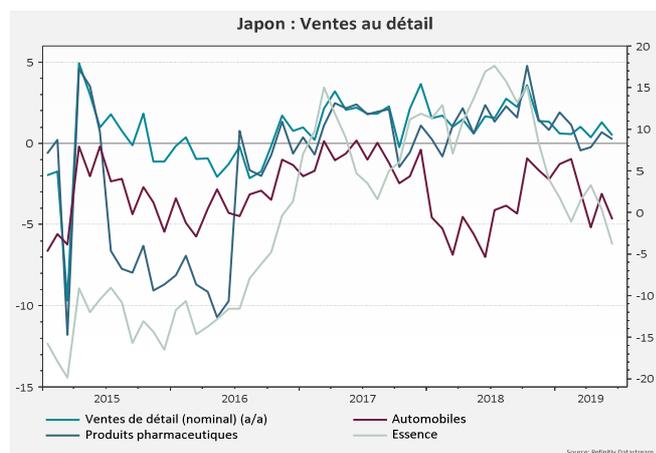
#### Un PMI meilleur qu'attendu... une fois n'est pas coutume !

L'indice composite rebondit de 50,8 en juin à 51,2. Ceci traduit une légère amélioration dans les services, avec un indice qui progresse de 51,9 à 52,3 en juillet et une progression de l'indice manufacturier qui certes reste en zone de contraction pour le 3ème mois consécutif, de 49,3 à 49,6. Le secteur des services bénéficie de la relative bonne résilience de la demande intérieure alors que le secteur manufacturier souffre du ralentissement de la demande étrangère, surtout chinoise, et des inquiétudes liées au nouveau conflit commercial du Japon avec la Corée. A noter qu'il s'agit de la première publication de l'indice passé sous le parrainage de la Jibun Bank, en lieu et place du Nikkei.



### VENTES DE DETAIL

Les ventes de détail ralentissent en juin ! Le glissement annuel passe de 1,3% en mai à 0,5% en juin. Le ralentissement s'explique beaucoup par l'essence. Si on exclut cette composante les ventes progressent de 0,9% sur un an en juin après +1,4% en mai. En moyenne sur l'année 2018, les ventes hors essence ont progressé de 0,8% (a/a). On notera une progression des achats de biens d'équipement du foyer... des achats par anticipation de la hausse de TVA ?



### POLITIQUE

#### Abe obtient une belle majorité au Sénat, mais pas celle des 2/3.

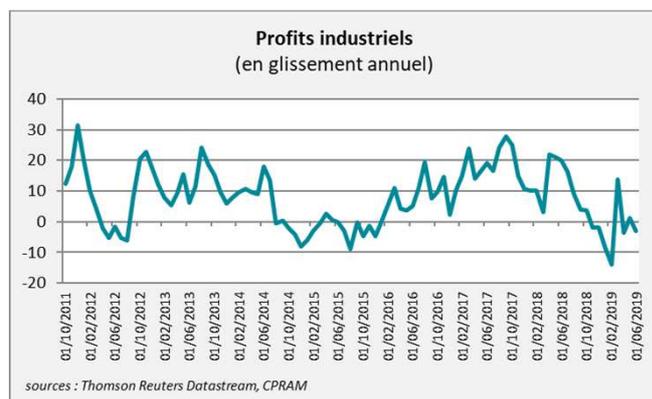
La moitié des sièges du Sénat était au renouvellement dimanche 21 juillet. La coalition au pouvoir (LDP Komeito) a remporté comme attendu la majorité des sièges ; 71 exactement (la moitié est à 63). Avec les sièges déjà attribués, la coalition dispose de 144 sièges sur un total de 245. Une substantielle majorité mais pas la majorité des 2/3 souhaitée par Abe ! La hausse prévue de la TVA figurait parmi les promesses électorales du PDL. Donc, sauf choc économique majeur, la hausse de taxe devrait être maintenue comme prévu en octobre, avec ce deuxième mandat implicite.

Une session extraordinaire de la Diète doit commencer le 1er août, obligation légale, qui exige qu'elle soit convoquée dans les 30 jours suivant une élection. La session ne durera que cinq jours et se concentrera principalement sur la détermination de la configuration de la Chambre haute, y compris l'élection de son président et des présidents des différentes commissions.

## CHINE

### PROFITS DES ENTREPRISES

Les profits reculent de 3,1% en juin, en glissement annuel après un bref rebond en mai de 1,1%. Les profits dans l'automobile sont un peu moins négatifs (-15,3% après -31,4% en mai). Les revenus industriels augmentent toujours, mais la tendance est au ralentissement (+2,8% après +5,1% en glissement annuel)





## BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

**Conseil des gouverneurs de la BCE :** La BCE attend les prévisions de septembre pour déterminer l'ampleur et la nature de l'action à mener. Ce conseil est en quelque sorte une transition. Le principe de l'action a été validé.

Dans son communiqué, le conseil des gouverneurs exprime le besoin d'une politique monétaire "hautement accommodante" pour une période prolongée du fait d'une inflation réalisée et prévue durablement inférieure à son objectif. La BCE se dit « prête à agir ».

**Si les taux directeurs restent inchangés, un « package » de décisions a été pris ou discuté :**

**1) La modification de la forward guidance, avec des taux qui resteront aux niveaux actuels ou inférieurs sur la 1<sup>ère</sup> moitié de 2020 :** « *at their present or lower levels at least through the first half of 2020* », qui ouvre la voie à de nouvelles baisses du taux de dépôt, probablement dès le conseil de septembre.

**2) D'autres options sont également évoquées** dans le communiqué et font l'objet d'évaluation par les comités compétents de l'eurosystème :

- Pour renforcer la Forward Guidance sur les taux d'intérêt

- Pour modérer les effets négatifs de la politique monétaire, le communiqué fait explicitement référence au mécanisme de tiering sur la rémunération des réserves

- **Un nouveau programme d'achats d'actifs est également évoqué** dont la composition et la taille doivent être étudiées.

**3) La formulation de la cible d'inflation a été modifiée dans la 1<sup>ère</sup> page du communiqué sur les décisions.** La formulation inférieure à mais proche de 2% : "*the continued sustained convergence of inflation to levels that are below, but close to, 2% over the medium term*" n'est pas présente mais elle est remplacée par "*the continued sustained convergence of inflation to its aim over the medium term*". La notion de symétrie dans la cible d'inflation est introduite plus loin dans le communiqué : "*in line with its commitment to symmetry in the inflation aim*".

Dans la conférence de presse :

- **Le constat sur l'environnement économique est partagé par les membres du conseil :** Nous allons vers une croissance plus faible au T2 et au T3 par rapport au T1 2019 du fait de la prolongation des incertitudes (négociations commerciales, possibilité d'un hard Brexit, ralentissement en Chine). Les risques sur la croissance sont orientés à la baisse. Le secteur manufacturier est particulièrement touché (the outlook is getting worse and worse).

- L'inflation réalisée et anticipée est durablement inférieure à l'objectif. Les anticipations d'inflation ont baissé, que ce soient les anticipations de marché ou celles des ECB forecasters qui sont habituellement plus stables. Pour cela, la BCE est déterminée à agir.

- **Pour l'objectif d'inflation, Draghi a clarifié dans la conférence de presse.** Pour l'instant, l'objectif n'est pas modifié. **La question de la symétrie a néanmoins été abordée par le conseil et signifie que les 2% ne sont pas un cap.** L'inflation peut dépasser et le conseil aura la même détermination à agir que l'inflation soit en-dessous ou au-dessus des 2%.

- Si il y a baisse de taux, ce sera avec un mécanisme de tiering. Jusqu'à présent, le niveau de taux n'affectait pas de façon significative la rentabilité des banques. Il faut que la BCE étudie les effets d'une nouvelle baisse.

- Pas de restriction dans les instruments qui seront étudiés avant le lancement d'un nouveau QE.

- Il n'y a pas eu de discussion sur une baisse des taux dès aujourd'hui. Il est difficile d'être pessimiste aujourd'hui : il y a des signes d'amélioration (marché du travail, consommation) et en même temps une forte détérioration de l'environnement dans certains pays ou secteurs. Si une détérioration marquée de la situation économique venait à se réaliser, la politique budgétaire serait alors décisive. La politique monétaire a déjà fait beaucoup ! (« Monetary policy has done a lot »).

### Bank lending Survey

La demande de crédit a augmenté pour les prêts aux entreprises, après une stabilité au T1, portée par les niveaux des taux d'intérêt et les projets d'investissement. La demande de prêts immobiliers a continué à croître au T2.

**Les critères d'octroi de prêts se sont durcis (hormis pour les prêts immobiliers) à cause de la perception du risque qui a augmenté.**

Pour le T3 2019, les banques s'attendent à ce que les critères d'octroi restent inchangés pour les prêts aux entreprises et les prêts au logement, et soient assouplis pour les crédits à la consommation.

**Le taux de refus de prêt augmente pour les prêts aux entreprises.** Les divergences entre pays sont fortes et c'est encore aux Pays-Bas que ce taux est le plus élevé, suivi par la France. Les refus de prêts ont plutôt tendance à baisser en Italie.

**Sur l'Italie, la demande de prêts par les entreprises a rebondi après la contraction au T1.** Les conditions offertes par les banques aux entreprises sont restées inchangées.

# INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



## ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
31 juillet	Fed
12 septembre	BCE
30 juillet	BoJ
1 <sup>er</sup> août	BoE

Dates	Actualités
31 juillet	Brésil (6,50%) -50bp possible
1 <sup>er</sup> août	République tchèque (2,00) statu quo attendu

## INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
29 juillet	Japon	Ventes de détail de juin
30 juillet	Zone euro	Enquête de conjoncture de la Commission européenne de juillet
	France	PIB du 2T19
	Japon	Production industrielle de juin Taux de chômage de juin
	Etats-Unis	Revenus et dépenses de juin Confiance des ménages du Conférence Board de juillet
31 juillet	Zone euro	PIB 2T19 première estimation Inflation flash de juillet Chômage de juin
	Chine	PMI de juillet
	Japon	Confiance des ménages de juillet
	Etats-Unis	Enquête ADP sur l'emploi privé de juillet
1 <sup>er</sup> août	Chine	PMI Caixin de juillet
	Etats-Unis	ISM manufacturier de juillet
2 août	Zone euro	Ventes de détail de juin
	Etats-Unis	Marché de l'emploi de juillet Balance commerciale de juin

## INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	26/07/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
SP 500	3 026	1,65%	3,85%	20,70%	6,32%	39,54%
Eurostoxx 50	3 524	1,27%	2,37%	17,43%	1,62%	18,54%
Nikkei	21 658	0,89%	2,71%	8,21%	-4,23%	30,31%
MSCI Emergents	1 049	-0,83%	0,07%	8,59%	-3,69%	20,66%
MSCI Emergents- LATAM	539	-1,85%	0,70%	13,41%	8,01%	30,89%
MSCI Emergents Asie	541	-0,39%	0,69%	9,50%	-3,64%	31,31%
FTSE 100	7 549	0,54%	1,79%	12,20%	-1,43%	12,50%
Breakeven inflation	26/07/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
5 ans US	1,85	-0,02	0,07	0,10	-0,45	0,32
10 ans US	1,98	-0,01	0,07	0,04	-0,39	0,25
5 ans EUR	1,03	0,01	0,06	-0,04	-0,46	0,27
10 ans EUR	1,19	0,03	0,11	-0,12	-0,40	0,16

Niveaux de taux	26/07/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
10 ans US	2,08	0,03	0,03	-0,61	-0,86	0,51
10 ans Allemagne	-0,38	-0,06	-0,07	-0,62	-0,77	-0,34
10 ans France	-0,12	-0,06	-0,14	-0,83	-0,81	-0,32
10 ans Espagne	0,39	-0,01	-0,01	-1,04	-0,99	-0,73
10 ans Italie	1,58	-0,03	-0,57	-1,20	-1,10	0,34
10 ans Japon	-0,15	-0,02	-0,01	-0,15	-0,22	0,09

Devises	26/07/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
EUR/USD	1,11	-0,85%	-2,13%	-2,99%	-5,13%	1,21%
USD/JPY	108,68	0,89%	0,83%	-0,82%	-2,07%	2,73%
EUR/GBP	0,90	0,11%	0,29%	-0,04%	1,05%	7,40%
USD/GBP	0,81	0,96%	2,48%	3,04%	6,52%	6,13%

Matières premières	26/07/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	56,20	1,44%	-4,99%	24,31%	-19,26%	32,61%
Pétrole (Brent)	63,26	1,56%	-4,87%	19,07%	-15,21%	41,05%
Or	1 419,49	-0,69%	0,66%	10,78%	15,68%	7,72%
Cuivre	5 941,00	-1,89%	-0,50%	-0,13%	-5,19%	21,57%

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.