

LA SEMAINE EN BREF

DU 06/01/20 AU 10/01/20

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, au-delà de la volatilité des chiffres de l'emploi, le nombre d'heures travaillées continue de progresser à un rythme de moins en moins soutenu, au plus bas depuis 2010. Les enquêtes PMI et ISM non manufacturier rebondissent légèrement. Toutefois, la composante « nouvelles commandes » composite (80% services et 20% industrie) reste sur ses plus bas niveaux de la décennie.

DANS LA ZONE EURO, derrière le gonflement de l'inflation par les prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente reste stable à 1,3% en rythme annuel en décembre. Du côté de la production industrielle, la France et l'Espagne signent un rebond et retrouvent une variation positive sur un an ; l'Italie et surtout l'Allemagne voient leur production industrielle continuer de reculer, bien que sur un rythme moins important.

AU JAPON, le PMI services de décembre retourne en zone de contraction de l'activité. Si la confiance des ménages se redresse, la consommation de ces derniers continue de baisser.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

Après une semaine d'examen en commissions à la Chambre des Communes, les députés britanniques ont voté jeudi 9 janvier pour le texte de l'accord de retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne. Le texte contient la clause financière soldant le divorce avec l'UE, les droits des citoyens, les arrangements douaniers pour l'Irlande du Nord et la période de transition de 11 mois. Après ce vote à une large majorité, le Royaume-Uni sortira de l'UE le 31/01/2020 avec un accord.

B. Johnson a demandé à l'UE que les négociations sur le futur accord commercial débutent juste après la sortie. L'UE est en train de finaliser le mandat qui sera confié à M. Barnier sur ce sujet. Les négociations pourraient débuter plutôt en mars.

Après la réunion entre B. Johnson et U. von der Leyen, Downing Street a publié une déclaration précisant les souhaits du Premier ministre pour l'accord commercial : un large accord de libre-échange couvrant les biens et services », parlant d'un « partenariat de type canadien ».

LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

2,87%

Croissance annuelle des salaires aux Etats-Unis (décembre 2019) : un plus bas depuis avril 2018

“

All is well! Missiles launched from Iran at two military bases located in Iraq. [...] So far, so good! We have the most powerful and well equipped military anywhere in the world, by far!

”

Tweet de Donal Trump après la riposte de l'Iran dans la nuit du 7 au 8 janvier

À VENIR CETTE SEMAINE

Etats-Unis	Sentiment consommateur U. Michigan – janvier
Zone euro	Balance commerciale – novembre
Japon	Commandes de machines - novembre
Chine	PIB – 4T2019

NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 19.12.19

Scénario CENTRAL

STABILISATION DE LA CROISSANCE

65%

Scénario alternatif 1

VIRAGE POLITIQUE AUX ETATS-UNIS

20%

Scénario alternatif 2

REBOND CYCLIQUE

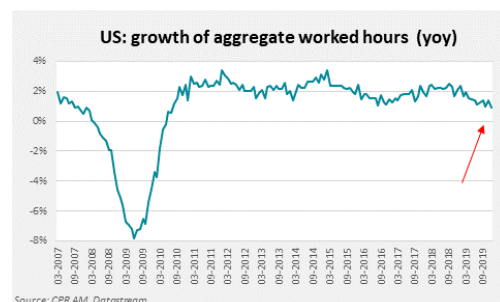
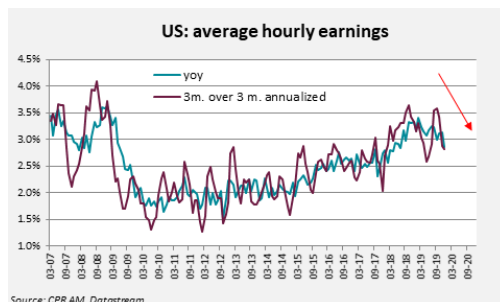
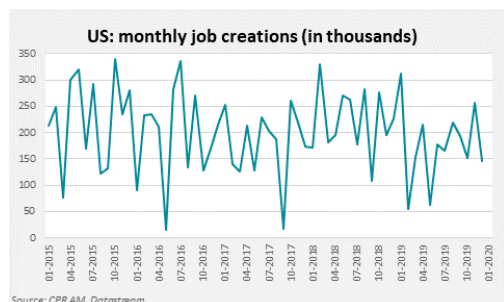
15%

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.



EMPLOI

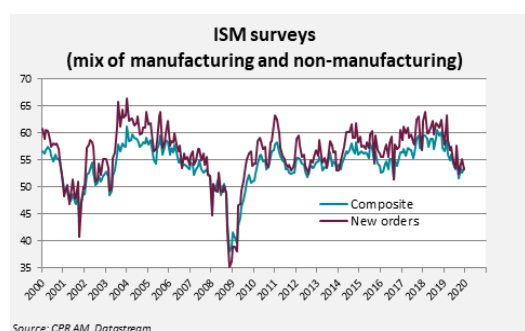
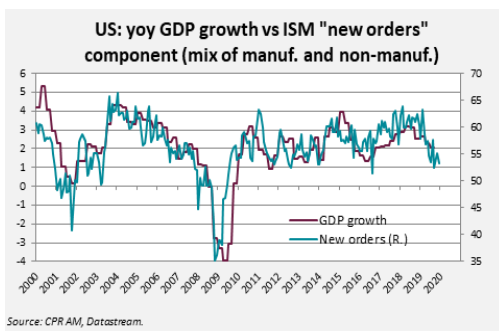
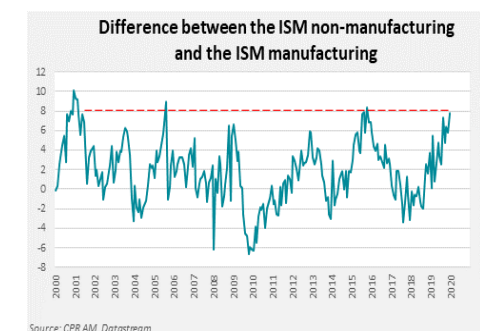
Après un très bon chiffre en novembre (266 000 révisé à 256 000), les créations d'emplois non-agricoles retombent à 145 000 en décembre, ce qui illustre plus la volatilité de la série qu'autre chose... Le taux de chômage reste à 3,5% de la population active. Au moins en ce qui concerne les créations d'emploi, les données réelles continuent à faire mieux que ce qu'indiquent les enquêtes (composantes « emploi » de l'ISM par exemple). Notons toutefois, les 12 000 emplois supprimés dans le secteur manufacturier, ce qui en fait le plus mauvais chiffre hors-grève depuis des années, et que les créations d'emplois dans le secteur de la vente de détail sont inhabituellement très fortes (41 000), ce qui davantage imputable à des facteurs saisonniers. En revanche, les salaires déçoivent beaucoup en ralentissant à 2,87% en glissement annuel, un plus bas depuis avril 2018. Autre élément négatif : la croissance des heures travaillées tombe à 0,9% en glissement annuel, soit le chiffre le plus bas depuis 2010, et est même en territoire négatif pour le secteur manufacturier. Notons que le nombre de détenteurs de plusieurs emplois retombe après la forte hausse de l'été.



ENQUÊTES

L'enquête PMI rebondit un peu en décembre, à 52,7, contre 52,2 en novembre, avec un petit rebond des services (de 52,2 à 52,8) et une légère rechute du manufacturier.

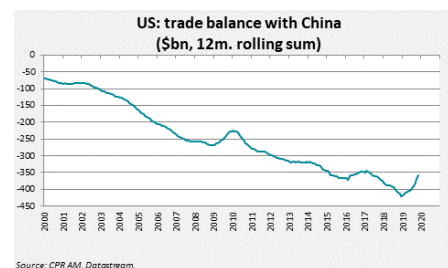
L'ISM non-manufacturier rebondit en décembre, à 55, plus haut niveau depuis août. Les différentes composantes sortent en ordre dispersé : les composantes « activité » et « emploi » rebondissent fortement après un chiffre particulièrement mauvais en novembre mais les composantes « nouvelles commandes » et « carnet de commande » repartent à la baisse. Deux remarques : 1) la différence entre l'ISM non-manufacturier et l'ISM manufacturier revient au plus haut depuis fin 2015, 2) la composante « nouvelles commandes » composite (80% services 20% industrie) reste sur ces plus bas niveaux de la décennie. La croissance ne s'effondre pas mais s'installe sur un rythme faible.



COMMERCE

Le déficit commercial avec la Chine pour la partie biens baisse fortement, à 26 Mds € (plus bas déficit depuis 2010 pour un mois de novembre). En revanche, l'excédent commercial avec l'Amérique Latine et l'Amérique centrale continue à augmenter fortement.

Les ventes de véhicules sont toujours en zone de contraction en décembre : - 3,9% en glissement annuel.





ZONE EURO

INFLATION

Les prix de l'énergie gonflent l'inflation annuelle en décembre. La première estimation d'Eurostat situe le taux d'inflation annuel de la zone en décembre à 1,3%, après 1,0% en novembre. Cette accélération est largement due à l'évolution de la variation des prix de l'énergie : de -3,2% sur un an en novembre, à +0,2%. Les autres composantes voient leur inflation annuelle rester plutôt stable en décembre : l'alimentation, alcool et tabac (+2%) ; les services (+1,8%) ; les biens industriels hors énergie (0,4%). L'inflation sous-jacente reste stable à 1,3% en décembre.

INDUSTRIE

Le tableau de la production industrielle pour les quatre grands pays (hors construction, corrigée des jours ouvrés), en variations annuelles, est le suivant : un rebond pour l'Espagne (+2,1% après -1,3%) et la France (+1,3% après -0,1%) ; un recul moins important pour l'Italie (-0,6% après -2,4%) et l'Allemagne (-4,0% après -6,0%), qui évitent de plonger davantage. En termes sectoriels : les biens de consommation (non-durables, particulièrement) continuent de soutenir l'indice global, ainsi que les biens d'équipement (tirés par les matériels de transport, particulièrement en France).

En Allemagne, ajustées des prix et des variations saisonnières et de jours ouvrés, les nouvelles commandes au secteur manufacturier reculent de 6,5% sur un an en novembre après -5,6% en octobre. Toutefois, hors grandes commandes, le recul est moins marqué (-5,4% sur un an) et est moins important que le mois précédent (-7%). Pas de grande divergence de variations observée entre les différents types de biens.

ENQUÊTES

En décembre 2019, l'indicateur global du sentiment économique se relève, passant de 101,2 à 101,5, d'après les données de la Commission européenne : l'Espagne jouit d'un optimisme croissant, que confirme l'indice de confiance des entreprises publié par le gouvernement ce mercredi, à un plus haut depuis 4 mois, proche du territoire positif ; la France voit son indicateur global diminuer légèrement ; l'Italie, dont l'indicateur repasse au-dessus de sa moyenne de long terme, signe un net rebond ; rebond également dans le secteur des services (11,4 après 9,2), qui contraste avec la légère dégradation du secteur de l'industrie.

L'indicateur du climat des affaires pour la zone euro est resté globalement inchangé en décembre (-0,04 point, à -0,25). À l'exception des attentes de production, qui se sont nettement améliorées, toutes les composantes se sont dégradées. La baisse a été particulièrement marquée pour la production passée et les stocks de produits finis.

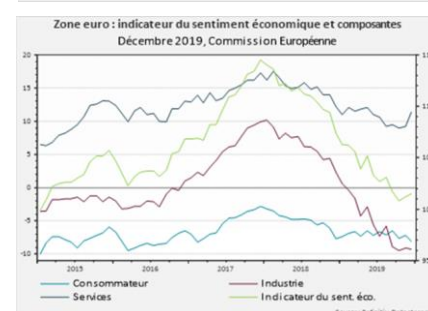
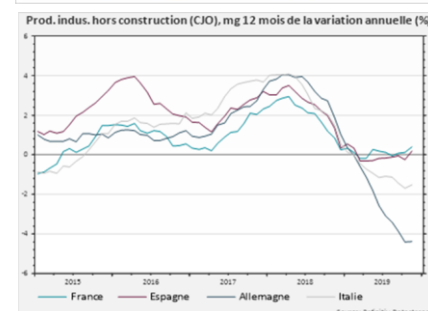
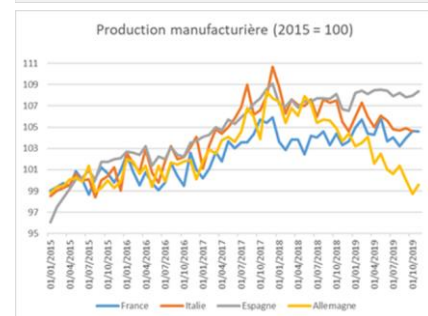
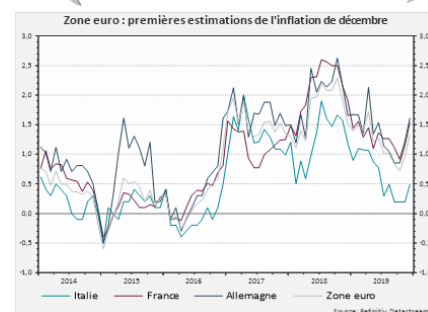
Le PMI composite de la zone euro est ainsi révisé de 50,6 à 50,9 et marque une amélioration par rapport au mois de novembre (50,6). A noter que le PMI composite de l'Allemagne repasse en zone d'expansion (50,2) pour la 1^{ère} fois depuis août 2019, signalant une légère croissance de l'activité. En revanche, le PMI composite italien à 49,3 est au plus bas de 11 mois.

ROYAUME-UNI

Le PMI Services ne rebondit que modestement atteignant 50 après un passage en zone de contraction les mois précédents. Le PMI composite s'établit à 49,3. Une partie seulement des incertitudes auxquelles sont confrontées les entreprises britanniques est réduite, dans la mesure où la future relation commerciale entre l'UE et le Royaume-Uni reste à négocier

Le gouvernement a confirmé que le prochain budget serait prêt pour le 11 mars. Il devrait prévoir une augmentation des dépenses d'investissement de 2 à 3% du PIB soit 100 Mds de livres sur 5 ans.

Après une semaine d'examen en commission à la Chambre des Communes, les députés britanniques ont voté pour le texte de l'accord de retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne.

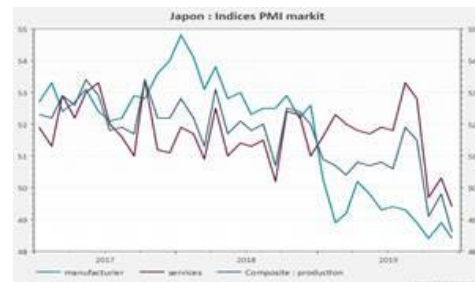




JAPON

SERVICES

Le PMI services de décembre retourne en zone de contraction de l'activité ! Il atteint 49,4 après 50,3 en novembre. Le dernier trimestre 2019 sera le pire depuis 3 ans. Même si de nouvelles commandes sont enregistrées, la demande reste faible. Pour autant les entreprises continuent d'embaucher en décembre. L'indice composite est donc en baisse, à 48,6 en décembre après 49,8 en novembre, soulignant la plus forte contraction de l'activité dans le secteur privé depuis 5 ans et demi.



MENAGES

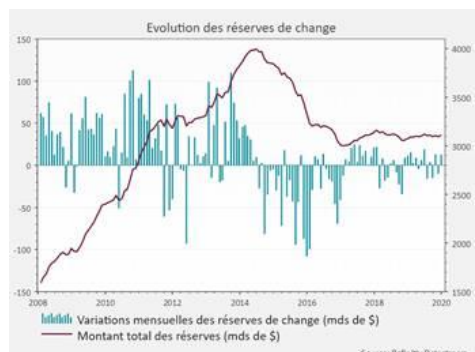
La confiance des ménages se redresse... un peu, mais les anticipations d'inflation des ménages continuent de reculer, de même que les salaires, ce qui limitera le rebond de la consommation. L'indice de confiance remonte de 38,7 en novembre à 39,1 en décembre, effaçant une partie de la forte baisse post hausse de TVA. Il s'agit de la 3ème hausse consécutive tout de même, même si l'amélioration est de faible ampleur. Les anticipations d'inflation à un an continuent de se replier. Compte tenu de l'inflation, les salaires réels reculent pour leur part de 0,9% sur un an après -0,4% en octobre.

La consommation réelle recule encore en novembre, après -4,3% en octobre (en glissement annuel), la consommation réelle recule de 1,4% en novembre. Le recul est particulièrement marqué pour les dépenses d'ameublement, et celles d'éducation (mise en place de la gratuité pour le préscolaire, et baisse des droits universitaires). Sur le seul mois de novembre on observe un rebond de 3,5% après la baisse mensuelle de 13,1%. Il y a donc une correction après la forte baisse d'octobre liée à la mise en œuvre de la hausse de la Tva, mais la consommation reste en baisse sur un an. Sur la même période pourtant on observe une nette accélération du revenu disponible réel, en hausse de 2,7% après +0,1% en octobre !

CHINE

COMMERCE

Les réserves de change progressent de 12,3 mds de \$ en décembre, effaçant le recul du mois précédent. Sur l'ensemble de l'année les réserves de change augmentent de 35,2 mds de \$. Selon le communiqué officiel, la hausse du mois de décembre s'explique uniquement par des effets de valorisation.



Selon un article du *South China Morning Post*, l'équipe de négociations chinoise refuserait d'augmenter ses quotas d'importation de céréales, ce qui rend plus difficile de parvenir aux cibles d'importations de produits agricoles américains évoquées pour la signature d'un Phase One Deal. (La Chine utilise encore un système de quotas d'importations globaux pour le riz, le blé et le maïs. **Selon un article du *Global Times*, les autorités chinoises ne seraient pas pressées de signer un accord Phase One Deal et n'auraient pas confirmé publiquement le calendrier annoncé par Trump.**

ENQUÊTES

Le PMI Caixin Services recule en décembre à 52,5 après le fort rebond de novembre (53,5). Les nouvelles commandes progressent toutefois. Rappelons que le PMI Caixin manufacturier reste à 51,5 en décembre, après certes 51,8 en novembre. Dans ce contexte, l'indice PMI Caixin composite recule à 52,6.

INFLATION

Stabilisation à un niveau élevé de l'inflation en raison du prix du porc ! L'inflation a atteint 4,5% en décembre, inchangé par rapport à novembre. L'alimentation explique ce niveau d'inflation, avec une progression sur un an de cette composante de 17,4% (19,1% en novembre). On le voit le pic semble avoir été atteint en novembre, même s'il est à craindre une nouvelle hausse pour les festivités du Nouvel An ! Le prix du porc progresse encore sur un an de 97% mais en novembre c'était une hausse de 110,2%. Ceci traduit la première baisse mensuelle du prix du porc depuis mars 2019. Hors alimentation, l'inflation progresse à 1,3% après 1% en novembre. L'inflation core en revanche est stable à 1,4% en décembre. Les prix à la production reculent de 0,5% sur un an en décembre, moins qu'en novembre (-1,4%).



Peu de nouvelles informations dans les minutes du FOMC de décembre. Les minutes confirment que la Fed devrait arrêter ses opérations de repo prochainement, et que les achats de T-bills deviendront progressivement le seul outil de génération des réserves. Par ailleurs, la Fed est prête à acheter des obligations de maturité un peu plus longue si les achats de T-bills venaient à créer un problème de liquidité sur ce marché...

Dans un discours, le vice-président de la Fed Richard Clarida indique que les vents contraires pour l'économie mondiale commencent à se dissiper mais que l'inflation reste faible et surtout que « les anticipations d'inflation restent dans la fourchette basse » de ce qu'il considère cohérent avec le mandat de stabilité des prix. Il a répété que la Fed se tenait prête à « ajuster les détails » du programme de création de réserves et pourrait continuer les opérations de repo jusqu'à avril au moins, mois de paiement des impôts par les entreprises.

BANQUE D'ANGLETERRE

Dans un discours intitulé « Un cadre pour toutes les saisons ? », Mark Carney évoque son expérience de ciblage de l'inflation et appelle à une revue approfondie du cadre de la politique monétaire. Ces dernières années fournissent selon lui d'importantes leçons sur l'efficacité du cadre de ciblage de l'inflation du Royaume-Uni qui a permis de soutenir l'économie britannique dans « différentes saisons » avec une croissance moyenne du PIB de 2% par an tout en maintenant une inflation moyenne à 1,7%.

Un apport majeur réside selon lui **dans la flexibilité qui a été introduite à compter de 2013 quand le MPC a été chargé de rechercher des compromis entre le maintien de l'inflation à l'objectif et le soutien à l'emploi et la croissance.** A compter de cette date, la forward guidance a lié explicitement les mouvements sur les taux d'intérêt au taux de chômage ce qui laissait entendre que la reprise ne serait pas freinée prématurément par une hausse de taux tant que le chômage resterait supérieur à 7%. Le Brexit a ensuite placé la BOE dans une position unique par rapport aux autres grandes banques centrales, qui se trouvaient dans des positions de « coïncidence divine » dans lesquelles l'Output gap et le taux d'inflation orientaient la politique dans la même direction. A la suite du référendum de 2016, le MPC a choisi de procéder à un assouplissement monétaire agressif, rendu possible par la flexibilité malgré une forte dépréciation de la monnaie et une hausse de l'inflation.

La stabilité des prix n'est pas une garantie de stabilité financière. La politique monétaire est également plus efficace lorsqu'elle est associée à des politiques macro et microprudentielles vigilantes. En s'attaquant aux risques macro-financiers à la source et en renforçant la résilience systémique, les 2 comités créés en 2012 à cet effet (le RPC et le FPC) ont permis à la politique monétaire de se concentrer sur son travail de stabilité des prix.

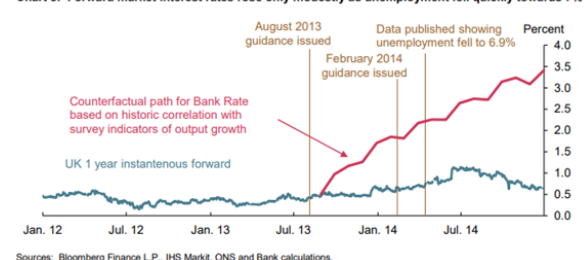
Les « politiques non conventionnelles », y compris les achats d'actifs et la Forward Guidance, sont de puissants outils dans un environnement de taux d'intérêt d'équilibre faibles. La BoE estime que les 60Mds d'achats d'actifs mensuels mis en place en août 2016 étaient équivalents à une baisse de taux de 50bp. Dans les années qui viennent, les cadres de ciblage de l'inflation seront testés car des changements structurels exercent des pressions déflationnistes et les marges de manœuvre de la politique monétaire conventionnelle sont faibles.

Toutes choses égales par ailleurs, un espace conventionnel insuffisant pourrait conduire à des épisodes plus fréquents et plus coûteux de taux à la limite inférieure. **La recherche indique que si le taux d'intérêt réel d'équilibre s'établit à 1%, les taux directeurs pourraient atteindre zéro jusqu'à 40% du temps, entraînant des écarts d'inflation par rapport à l'objectif et de la production par rapport au potentiel allant jusqu'à 2 points de pourcentage.** Avant la crise, la borne inférieure zéro ne devait être touchée que 10% du temps, avec seulement des coûts modestes car chaque épisode devait être de courte durée.

La recherche sur le niveau « de renversement » du taux directeur - niveau auquel toute nouvelle baisse des taux devient contre-productive - en est encore à ses balbutiements. Les premiers résultats suggèrent que ce taux serait inférieur à zéro, qu'il dépendrait du temps, augmentant au fur et à mesure que les taux directeurs sont maintenus en territoire négatif. Il varie considérablement selon les pays et dépend de facteurs tels que la structure du secteur financier. Au Royaume-Uni, l'analyse de la BOE révèle que des taux d'intérêt très bas sont très stimulants et le MPC a conclu que le « lower bound » est proche de, mais un peu au-dessus, de zéro.

Pour conclure, l'efficacité des politiques non conventionnelles signifie qu'il existe une marge de manœuvre politique totale considérable. La marge combinée des politiques monétaires conventionnelles et non conventionnelles est estimée à 250 bp, soit l'ampleur des cycles d'assouplissement réalisés avant la crise de 2008.

Chart 5: Forward market interest rates rose only modestly as unemployment fell quickly towards 7%



INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR

ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
21 janvier	BOJ
23 janvier	BCE
29 janvier	FED
30 janvier	BOE

Dates	Actualités
16 janvier	Afrique du Sud (6,50%), statu quo attendu Turquie (12%), -50 bp prévu
17 janvier	Corée (1,25%) statu quo attendu

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
13 janvier	Royaume-Uni	Chiffres d'activité (novembre et T4)
14 janvier	Etats-Unis	Enquête NFIB (décembre) Inflation (décembre)
15 janvier	Zone euro	Balance commerciale (novembre) Production industrielle (novembre)
	Allemagne	PIB annuel (2019)
	Royaume-Uni	Inflation (décembre)
	Etats-Unis	Enquête Empire State (janvier)
16 janvier	Zone euro	Nouvelles immatriculations de voiture (décembre)
	Japon	Commandes de machines (novembre)
	Etats-Unis	Ventes au détail (décembre) Enquête Fed de Philadelphie (janvier)
17 janvier	Chine	PIB (4T) Production industrielle (décembre) Ventes au détail (décembre)
	Royaume-Uni	Ventes au détail (décembre)
	Etats-Unis	Production industrielle (décembre)
		Sentiment du consommateur de l'U. du Michigan (janvier, première estimation)

INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	10/01/2020	1 semaine	1 mois	Début 2020	1 an	3 ans
SP 500	3 265	0,94%	3,94%	1,07%	26,32%	43,92%
Eurostoxx 50	3 790	0,43%	2,77%	1,18%	23,43%	14,52%
Nikkei	23 851	0,82%	1,96%	0,82%	16,76%	22,60%
MSCI Emergents	1 134	0,87%	7,13%	1,70%	14,00%	29,05%
MSCI Emergents- LATAM	559	-1,67%	5,53%	0,09%	6,77%	33,46%
MSCI Emergents Asie	602	1,35%	7,79%	2,17%	19,95%	44,02%
FTSE 100	7 588	-0,45%	5,15%	0,60%	9,86%	4,84%

Matières premières	10/01/2020	1 semaine	1 mois	Début 2020	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	59,06	-6,37%	0,51%	-3,31%	12,73%	13,66%
Pétrole (Brent)	65,60	-3,61%	3,36%	-1,07%	6,72%	18,03%
Or	1 559,69	0,74%	6,00%	2,58%	20,97%	32,20%
Cuivre	6 172,25	1,12%	0,73%	0,38%	4,48%	10,81%
Blé	6,32	1,44%	8,78%	1,44%	15,96%	50,48%
Soja	9,27	0,54%	5,58%	-1,07%	8,68%	-5,31%
Sucre	14,07	5,00%	4,30%	3,91%	9,92%	-30,24%
Café	154,75	-4,77%	-8,30%	-6,35%	17,46%	-2,52%

Niveaux de taux	10/01/2020	1 semaine	1 mois	Début 2020	1 an	3 ans
10 ans US	1,83	0,04	0,04	-0,08	-0,90	-0,55
10 ans Allemagne	-0,23	0,05	0,09	-0,04	-0,45	-0,52
10 ans France	0,05	0,03	0,06	-0,07	-0,66	-0,76
10 ans Espagne	0,44	0,05	0,01	-0,03	-1,05	-1,05
10 ans Italie	1,33	-0,01	0,01	-0,10	-1,57	-0,58
10 ans Japon	0,00	0,02	0,00	0,02	-0,03	-0,05

Indices taux	10/01/2020	1 semaine	1 mois	Début 2020	1 an	3 ans
Taux Etats Euro	117,28	-0,37%	-0,53%	0,37%	4,80%	1,02%
Taux Etats US	104,70	-0,27%	-0,25%	0,46%	4,97%	3,22%
Taux émergents	895,83	0,64%	2,08%	0,51%	10,80%	14,67%
Euro Aggregate	113,29	-0,38%	-0,45%	0,30%	4,21%	0,16%
US Aggregate	106,04	-0,16%	0,01%	0,41%	6,01%	2,90%
Corporate Euro	107,64	-0,87%	-0,56%	0,07%	8,25%	3,08%
Corporate US	106,98	-0,09%	0,19%	0,37%	6,75%	2,78%
Bund	187,92	-0,55%	-0,88%	0,43%	4,79%	8,43%

Breakeven inflation	10/01/2020	1 semaine	1 mois	Début 2020	1 an	3 ans
5 ans US	1,80	-0,07	0,01	-0,04	-0,11	-0,38
10 ans US	1,94	-0,04	0,03	-0,04	-0,10	-0,35
5 ans EUR	1,07	0,00	0,07	0,00	-0,05	-0,14
10 ans EUR	1,18	-0,01	0,06	0,00	-0,15	-0,28

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.