

LA SEMAINE EN BREF

DU 18/05/20 AU 24/05/20

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, les nouvelles de la conjoncture sont toujours aussi mauvaises, avec un indicateur d'activité hebdomadaire de la Fed de New York à -11%. La Fed laisse apparaître au travers des minutes du dernier comité de politique monétaire une certaine volonté de prendre son temps face à la poursuite de l'assouplissement monétaire. Les inscriptions à l'assurance chômage sont encore très importantes.

DANS LA ZONE EURO, le redressement des PMI en mai signale un ralentissement net de la contraction de l'activité par rapport au rythme record enregistré en avril. Les minutes du dernier conseil de politique monétaire et les déclarations récentes tendent à souligner la volonté de la BCE d'augmenter son assouplissement monétaire. Après le plan de relance européen présenté par A. Merkel et E. Macron ouvrant la porte à la mutualisation des dettes, et le contre-projet des pays plus frileux en la matière, la Commission européenne est attendue mercredi 27 pour son plan.

AU JAPON, face au ralentissement toujours plus marqué de l'activité, la BOJ accélère en lançant un nouveau programme de financement des prêts aux PME, avec incitation pour les banques.

EN CHINE, c'est la réunion annuelle de l'Assemblée populaire. Pas d'objectif chiffré de croissance pour la première fois, mais un soutien budgétaire important de l'ensemble des administrations publiques chinoises.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

Le retour de la géopolitique sur le devant de la scène. En effet, les deux grands leader, Trump et Xi font face à des situations économiques intérieures difficiles. Le coup de projecteur sur l'extérieur aujourd'hui n'est peut-être pas dénué d'intérêt de part et d'autre, afin de remobiliser l'électorat et les soutiens.

La rivalité Etats-Unis / Chine a donc de nouveau occupé les esprits cette semaine. Trois sujets sont sur la table :

- La sortie de Donald Trump sur le non-respect par la Chine de leur engagement selon le Deal One d'achats de produits américains.
- Les nouvelles attaques américaines à l'encontre des entreprises chinoises.
- Pour finir, le regain de pression de la Chine sur Hong Kong avec une loi sur la sécurité nationale destinée au territoire semi autonome, qui a immédiatement provoqué des réactions aux Etats-Unis

LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

36,4

PMI composite en mai
aux Etats-Unis

“
The US should abandon its illusion and political tricks, and stop challenging China's bottom line [...] the US not to underestimate 1.4 billion Chinese people's firm determination to defend national reunification.”

A propos de Taiwan,
 Chinese State Councilor and Foreign
 Minister Wang Yi , le 24 mai 2020

À VENIR CETTE SEMAINE

| | |
|------------|---------------------------------|
| Etats-Unis | Revenus et consommation d'avril |
| Zone euro | IFO, INSEE Inflation de mai |
| Japon | Production industrielle d'avril |
| Chine | PMI de mai |

NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 23.04.20

65%

CENTRAL

Les mesures des gouvernements et des banquiers centraux contiennent le choc extrême

35%

ALTERNATIF

Aggravation de la crise sanitaire et de la crise économique



IMMOBILIER

Les permis de construire et les mises en chantier ont logiquement fortement chuté en avril (respectivement 1074 et 891k), atteignant leurs plus bas niveaux depuis des années.

L'indicateur NAHB, confiance des promoteurs immobiliers, remonte légèrement en mai (de 30 à 37) mais reste à des niveaux très bas par rapport aux dernières années.

CRÉDIT IMMOBILIER

Le nombre de dossiers de crédit immobilier était en légère baisse la semaine dernière, essentiellement à cause de la baisse du nombre de dossiers de refinancement. En revanche, et c'est un signal positif, le nombre de dossiers pour acheter un logement continue à progresser et revient proche de ses niveaux de début d'année.

INVESTISSEURS ÉTRANGERS

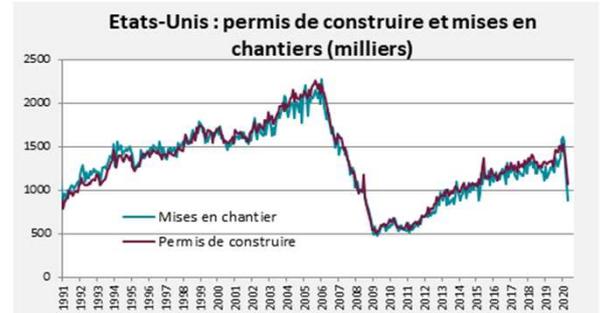
En mars, les non-résidents ont vendu en net 232 Mds \$ de titres américains, ce qui n'avait jamais été vu jusque-là. Cela provient quasiment exclusivement du secteur privé étranger (ie pas des banques centrales étrangères) et cela ne concerne quasiment que les titres du Trésor (vente nette de 238 Mds \$ sur le mois). On peut donc en conclure que les non-résidents représentent environ 27% des 860 Mds \$ de titres du Trésor achetés par la Fed sur le mois de mars. En revanche, les achats nets par les non-résidents de titres d'agence n'ont jamais été aussi élevés (+ 39 Mds \$ sur le mois). Les ventes nettes d'obligations corporate ont fortement ralenti en mars (-2 Mds\$ en mars contre -70 Mds en agrégé sur les trois mois qui précédaient). C'est notamment en Asie émergente hors Chine que les détentions de titres du Trésor baissent le plus (-56 Mds\$), ainsi qu'au Moyen Orient (-39 Mds) et au Brésil (-21 Mds).

ACTUALITÉ BUDGÉTAIRE

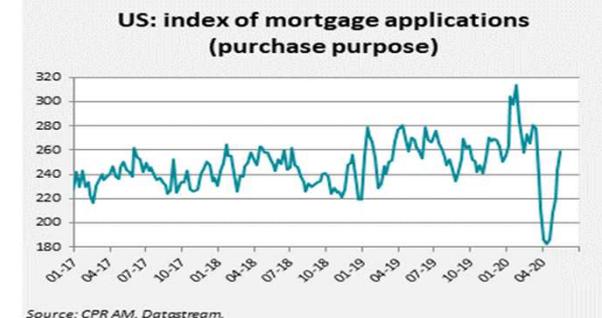
Trump a fait savoir qu'il était contre le projet d'extension dans le temps de la hausse temporaire des allocations chômage, contenu dans le Heroes Act passé par la Chambre des représentants (le CARES Act avait induit une hausse des indemnités de 600 \$ par semaine jusqu'à fin juillet). Lors d'un déjeuner avec des Sénateurs républicains, il a incité ceux-ci à prendre leur temps pour déterminer ce qui était nécessaire dans une 5ème phase de soutien budgétaire. Des sénateurs républicains évoquent plutôt une prime de retour à l'emploi.

PROJECTIONS ECONOMIQUES

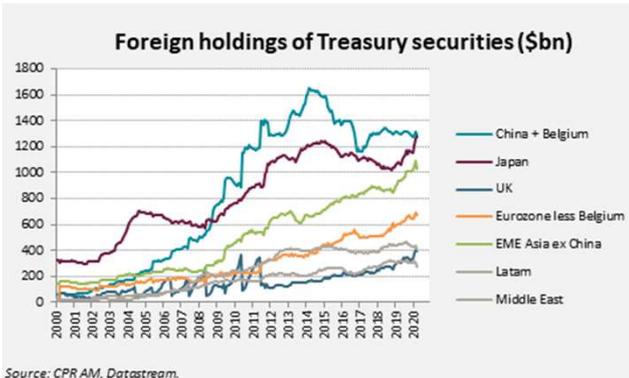
Le CBO a mis à jour ses prévisions économiques pour 2020/2021. **Le taux de chômage prévu pour le Q3 serait de 15,8% en moyenne sur le trimestre !** Il continuerait d'augmenter sur les prochains mois pour se stabiliser au Q3 et il ne diminuerait que progressivement par la suite pour atteindre 8,6% à la fin 2021 ! Pour rappel, il était de 3,5% avant la crise et était de 14,7% en avril. En particulier, le CBO indique qu'il est peu probable que le chômage ne baisse fortement avant août car les indemnités chômage généreuses mises en place par le CARES Act jusqu'à fin juillet (+600\$ par semaine par rapport aux mécanismes habituels) fait en sorte que de nombreuses personnes gagnent plus au chômage que lorsqu'elles étaient employées. **L'activité économique rebondirait au S2 2020 mais serait à la fin 2021 encore inférieure de 1,6% par rapport à son niveau pré-crise.** En rythme annualisé, la croissance ferait : - 38,7% au T2, +22,2% au T3 et +10,9% au T4.



Source: CPR AM, Datastream.



Source: CPR AM, Datastream.



Source: CPR AM, Datastream.



ZONE EURO

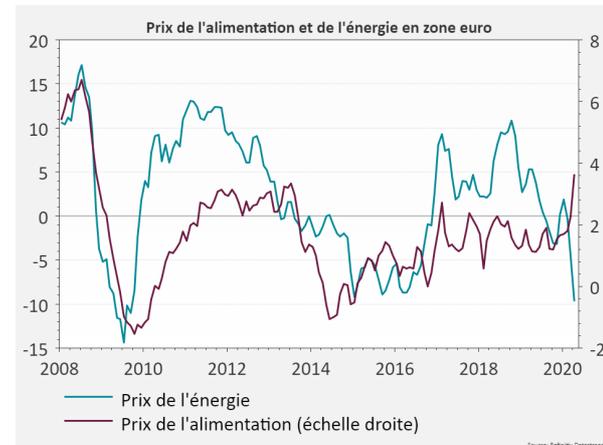
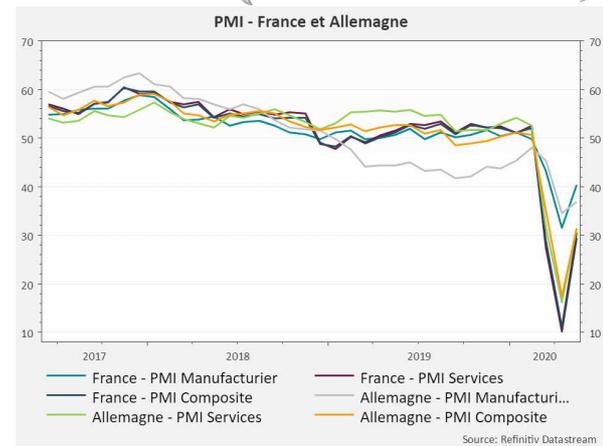
ENQUETES DE CONJONCTURE

Le PMI composite rebondit de 13,6 en avril à 30,5 en mai, plus haut de 3 mois. Dans les services, le PMI passe de 12,0 à 28,7. L'indice fait mieux qu'attendu que ce soit en France (29,4) ou en Allemagne (31,4). Dans l'industrie, il passe de 33,4 à 39,5. En France, le rebond est plus fort qu'attendu, le PMI passant de 31,5 à 40,3 tandis qu'en Allemagne, le PMI fait un peu moins bien qu'attendu (36,8 contre 39,2 attendu et 34,5 en avril).

Le redressement des PMI signale un ralentissement de la contraction de l'activité par rapport au rythme record enregistré en avril. La progression du PMI Services reste néanmoins freinée par les restrictions à l'activité qui touchent encore l'hôtellerie, la restauration, les voyages et le tourisme.

L'emploi a continué à reculer à un rythme inégalé depuis le début de la crise. Le volume des affaires en cours a de nouveau fortement diminué en mai, enregistrant son deuxième plus fort repli historique. Le taux de confiance global reste faible.

Les baisses de prix de vente se poursuivent, notamment dans m'industrie. Selon Markit, les PMI laissent attendre une chute du PIB de 10% au T2



INFLATION

En zone euro, l'inflation est revue en baisse dans sa 2ème estimation, de 0,4% à 0,3% en glissement annuel en avril après 1,2% en mars. L'énergie est le seul agrégat qui apporte une contribution négative à l'inflation (-0,97%). La progression des prix des biens industriels ralentit (0,3% après 0,5% en glissement annuel) tout comme celle des prix des services (1,2% après 1,3%). Les prix de l'alimentation et notamment de l'alimentation non transformée (7,6% après 3,6%) accélèrent.

ROYAUME-UNI

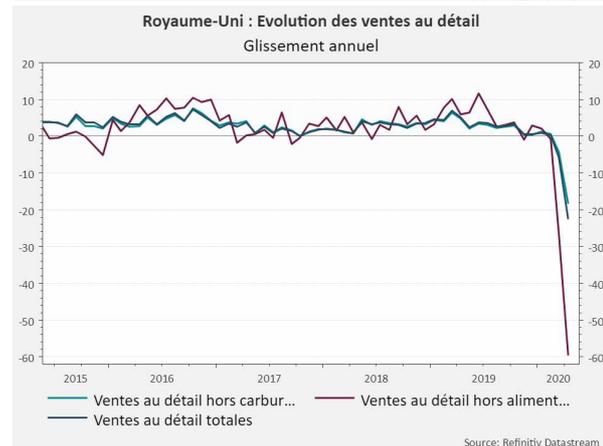
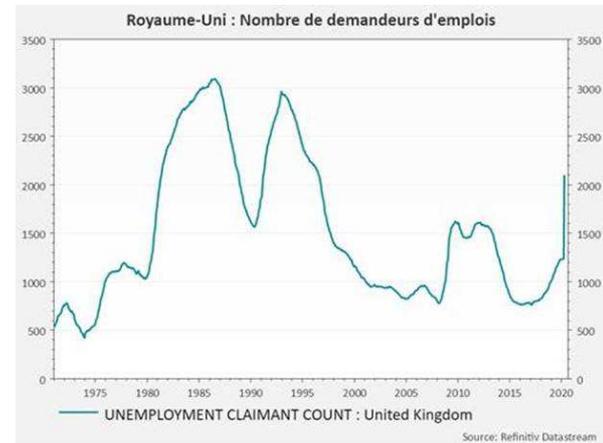
- Le PMI composite rebondit à 28,9 en mai après 13,8 en avril. L'indice passe de 32,6 à 40,6 dans l'industrie et de 13,4 à 27,8 dans les services
- **L'enquête Labour Force Survey de l'ONS à fin mars montre un très faible impact de la crise sanitaire sur le marché du travail.** Le taux de chômage s'établit à 3,9% à fin mars après 4,0% fin février. La progression des salaires totaux ralentit à 2,4% sur un an à fin mars après 2,8% à fin février. Les salaires hors bonus ont quant à eux augmenté de 2,7% sur un an à fin mars après 2,9% à fin février.
- **L'ONS publie également d'autres indicateurs à fin avril :**

Le nombre d'emplois vacants a chuté sur les 3 derniers mois à fin avril pour atteindre 637 000 postes, soit - 170 000 emplois vacants (-21%) par rapport aux 3 mois précédents.

Une évaluation mensuelle montre que le nombre de personnes salariées a baissé de 1,6% en avril par rapport à mars 2020. Le salaire mensuel médian aurait baissé de 0,9% en avril 2020 par rapport à avril 2019.

Enfin, **le nombre de demandeurs d'indemnités de recherche d'emplois (Claims for jobseeker's allowance) a augmenté de 69.1% entre mars et avril pour dépasser les 2 millions de personnes.**

- **L'inflation ralentit nettement en avril, atteignant 0,8% en glissement annuel après 1,5% en mars.** L'inflation core ralentit également mais de façon plus modérée, à 1,4% en glissement annuel après 1,6% en mars. La contribution des prix de l'énergie et des carburants est négative mais aussi celles des prix du textile et des chaussures et des services liés à la maison.

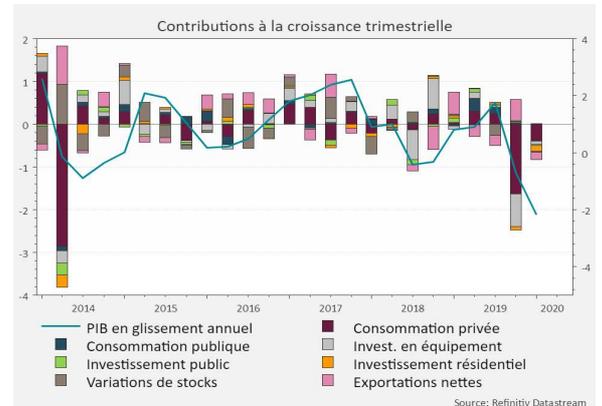




JAPON

PIB 1T20

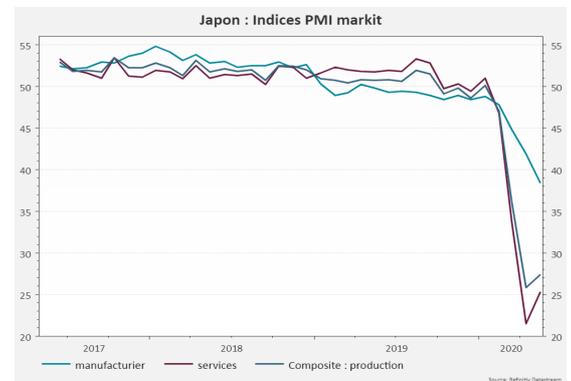
Le PIB se contracte de 0,8% au premier trimestre 2020, après -1,5% au T4 2019, soit une baisse moins forte que celle attendue par le consensus. Le Japon est techniquement en récession. En glissement annuel, le PIB recule de 1,3%. L'acquis de croissance est très négatif, de 1,6% sur un an fin mars. L'institut statistique signale quelques aménagements méthodologiques pour compenser le manque de données du côté de la consommation de services. Toutes les composantes de la demande sont en baisse sans surprise. Le pire est pourtant à venir, avec des mesures de confinement arrivées tardivement.



PMI

L'indice composite passe de 25,8 en avril à 27,4 en mai. Cela s'explique par le léger rebond de l'indice des services, de 21,5 en avril à 25,3 en mai. En revanche, côté manufacturier, l'indice continue de se dégrader à 38,4 en mai après 41,9 en avril. Markit indique que le niveau du PMI est compatible avec une baisse du PIB supérieure à 10% en rythme annuel.

Le PMI services en amélioration traduit la réouverture de certaines activités. Le PMI manufacturier en baisse est plus inquiétant ; il pourrait souligner des dommages plus durables dans le secteur.



CHINE

RÉUNION ANNUELLE DE L'ASSEMBLÉE POPULAIRE

Cette année : Pas d'objectif de croissance ! c'est une première. En 2019, c'était autour de 6%. En 2020, trop d'incertitudes liées au Coronavirus empêchent la fixation d'un objectif réaliste.

Les autres objectifs annoncés :

- Un déficit budgétaire de « 3,6% ou au-dessus » pour 2020. Il était de 2,8% en 2019. Au-delà du chiffre brut qui ne correspond pas à grand-chose car beaucoup de dépenses ne sont pas comprises dans cette définition restreinte, c'est la variation qui compte. Le signal est clair : assouplissement budgétaire ! Le rajout de la mention « ou au-dessus » est une première ! il laisse une porte ouverte à encore plus de soutien budgétaire si nécessaire !!!
- Le plafond des émissions obligataires spéciales des gouvernements locaux est significativement augmenté à 3750 mds de rmb (3,6% du PIB), après 2150 mds en 2019.
- En revanche, ce qui est un peu décevant, c'est le plafond des émissions au titre de l'emprunt spécial national fixé à 1000 mds de RMB, 1 point de PIB.

La hausse du déficit et les émissions spéciales seront réaffectées aux budgets des gouvernements locaux (équivalent à 2 points de PIB de soutien).

- Pas d'objectifs précis pour la croissance de la masse monétaire (M2) ou le financement de l'économie (TSF) mais la mention significativement au-dessus des cibles de 2019. Le soutien monétaire va donc rester actif ! Le Premier ministre appelle à de nouvelles baisses de taux et indique un prolongement des mesures de financement pour les PME jusqu'en mars 2021, avec un objectif de progression de ce dernier de 40%.
- L'objectif de la croissance des prix à la consommation est fixé à 3,5% après 3% en 2019. C'est la prise en compte de la croissance des prix du porc des derniers mois...
- La hausse du taux de chômage cible de 5,5% à 6%. Soit le niveau actuel. Le gouvernement prend acte d'une situation plus compliquée sur le marché du travail. L'objectif de créations d'emploi est revu en baisse de 11 à 9 millions pour l'année.



RESERVE FEDERALE

Minutes du FOMC des 28-29 avril : Peu d'empressement à changer de politique...

- Sur les facilities, « plusieurs participants ont indiqué qu'il serait important que la Fed reste prête à ajuster celles-ci en fonction du fonctionnement des marchés financiers et des conditions de crédit ». On ne sent pas une volonté d'accélérer...
- Sur l'évolution de la politique monétaire, les participants « ont noté qu'ils pourraient clarifier davantage, lors des prochains comités, les intentions ». Les membres du FOMC réfléchissent à de nouvelles formulations de forward guidance (par exemple la lier au taux de chômage et à l'inflation ou évoquer une date). Là encore, peu d'empressement
- Sur l'évolution de la politique d'achats de titres, rien n'est tranché non plus, même si certains commencent à se prononcer sur un mécanisme d'achats permettant de maintenir les taux longs bas. Les achats de titres pourraient être aussi utilisés sur mettre en place un plafond sur les taux courts à moyens. ☑ les discussions sur le contrôle de la courbe progressent, lentement mais sûrement.

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Minutes du Conseil des gouverneurs des 29-30 avril : vers de nouvelles annonces le 4 juin...

- Lors de la discussion entre les gouverneurs, l'incertitude dans laquelle se trouvent plongés les acteurs économiques a été qualifiée de knightienne (soit « radicale »), ce qui implique que « les risques sont inquantifiables ». Dans cet ordre d'idée, des réserves ont été manifestées sur les scénarios économiques présentés par les économistes de la BCE, notamment car ces scénarios pourraient rapidement être dépassés (le scénario de récession légère avec PIB qui se contracte de 5% était déjà considéré comme « trop optimiste » par les gouverneurs). **Au sujet des politiques futures, les gouverneurs semblaient d'accord sur le fait que la BCE doive être prête à ajuster sa politique en cas de détérioration des perspectives et il est donc très probable que de nouvelles annonces soient faites le 4 juin (surtout que de nouvelles prévisions économiques seront présentées).**
- De façon intéressante, « il a été mis en avant que les risques induits de la fragmentation pourraient ré-émerger, en dégradant les perspectives économiques, et que les expériences passées ont montré qu'une perte de confiance dans les marchés financiers devaient être évitées et que les actions préventives étaient préférable ». « Les mécanismes d'amplification, tels que ceux générés par des banques et des entreprises manquant de liquidités, peuvent affecter l'économie réelle de façon non-linéaire et accroître les risques déflationnistes. »
- **Le problème des 'fallen angels' est bien identifié** --> Dans son analyse des développements de marché, Isabel Schnabel a souligné que « bien que le PEPP ait contribué à un assouplissement des conditions financières et ait stimulé le marché primaire, les inquiétudes sur les perspectives de rentabilité impliquaient que les conditions financières pour les entreprises restaient plus tendues qu'avant la pandémie » : « Les spreads des émetteurs IG sont deux fois plus élevés qu'avant la crise, ce qui reflète partiellement l'anticipation de downgrades de rating. Le nombre d'obligations de 'fallen angels' était en train d'augmenter. »

BANQUE DU JAPON

La BOJ lors de sa réunion extraordinaire du jour a annoncé la mise en place d'un nouveau programme de soutien financier à destination des PME.

Il s'agit d'un programme destiné aux institutions financières qui prêtent des fonds aux PME utilisant le programme inclus dans le plan de relance économique d'urgence du gouvernement japonais pour exonérer les frais de garantie et les paiements d'intérêts. Ce programme est doté d'une enveloppe de 30 000 mds de yens.

Comme pour les opérations spéciales de financement en réponse au COVID-19 introduites en mars et augmentées en avril, le taux d'intérêt sur les prêts du nouveau programme est de 0%. Pour accroître l'incitation aux institutions financières de participer au programme, la BOJ appliquera un taux d'intérêt positif de 0,1% aux soldes des comptes courants détenus par les institutions financières auprès de la BOJ qui correspondent aux encours de prêts fournis par le biais de ce programme.

Au total, l'ensemble des mesures annoncées depuis le mois d'avril atteint la taille d'environ 75 000 mds de yens et la BOJ a décidé de prolonger l'issue de six mois jusqu'à fin mars 2021.

INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

| Dates | Actualités |
|---------|------------|
| 4 juin | BOE |
| 4 juin | BCE |
| 10 juin | FED |
| 16 juin | BOJ |

| Dates | Actualités |
|--------|--|
| 25 mai | Israël (0,10%) statu quo attendu |
| 26 mai | Hongrie (0,90%) statu quo attendu |
| 28 mai | Corée (0,75%) -25 bp possible Pologne (0,50%) -25 bp possible |

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

| Dates | Pays | Actualités |
|--------|------------|--|
| 25 mai | Allemagne | Enquête IFO de mai PIB 1T20 détails |
| 26 mai | France | Enquête INSEE de mai |
| | Etats-Unis | Prix de l'immobilier de Case Shiller de mars Confiance des ménages du Conference Board de mai Ventes de maisons neuves d'avril |
| 27 mai | France | Confiance des ménages de mai |
| | Etats-Unis | Beige Book |
| 28 mai | Allemagne | Inflation de mai |
| | Zone euro | Confiance des ménages de mai |
| | Etats-Unis | Commandes de biens durables d'avril PIB du 1T20 1 ^{ère} révision |
| 29 mai | Japon | Inflation à Tokyo de mai Ventes de détail d'avril Production industrielle d'avril |
| | | Taux de chômage d'avril |
| | | Confiance des ménages de mai |
| | Allemagne | Ventes de détail de mai |
| | France | Inflation de mai |
| | Zone euro | Inflation de mai |
| 31 mai | Chine | Revenus et consommation d'avril |
| | | PMI NBS de mai |

INDICATEURS FINANCIERS

| Indices actions au | 22/05/2020 | 1 semaine | 1 mois | Début 2020 | 1 an | 3 ans |
|-----------------------|------------|-----------|--------|------------|---------|---------|
| SP 500 | 2 955 | 3,20% | 5,58% | -8,52% | 3,47% | 23,45% |
| Eurostoxx 50 | 2 905 | 4,86% | 2,49% | -22,42% | -14,21% | -18,76% |
| Nikkei | 20 388 | 1,75% | 6,53% | -13,82% | -4,21% | 3,61% |
| MSCI Emergents | 905 | 0,45% | 1,87% | -18,79% | -9,29% | -9,80% |
| MSCI Emergents- LATAM | 323 | 8,41% | 3,21% | -42,15% | -34,31% | -27,24% |
| MSCI Emergents Asie | 511 | -1,14% | 0,64% | -13,26% | -0,26% | 3,64% |
| FTSE 100 | 5 993 | 3,34% | 3,86% | -20,54% | -18,28% | -20,05% |

| Matières premières | 22/05/2020 | 1 semaine | 1 mois | Début 2020 | 1 an | 3 ans |
|--------------------|------------|-----------|---------|------------|---------|---------|
| Pétrole (WTI) | 34,22 | 24,17% | 184,46% | -43,98% | -40,69% | -32,61% |
| Pétrole (Brent) | 35,21 | 7,94% | 72,09% | -46,90% | -48,01% | -34,82% |
| Or | 1 736,32 | -0,44% | 1,52% | 14,19% | 34,94% | 37,78% |
| Cuivre | 5 259,80 | 2,01% | 2,95% | -14,46% | -10,87% | -7,54% |
| Blé | 5,28 | 0,96% | -6,71% | -15,25% | 3,33% | 25,12% |
| Soja | 8,21 | -0,36% | -0,24% | -12,38% | 6,49% | -11,53% |
| Sucre | 11,22 | 4,86% | 11,64% | -17,13% | -7,88% | -33,21% |
| Café | 162,25 | -1,22% | -2,84% | -1,82% | 27,50% | 5,36% |

| Niveaux de taux | 22/05/2020 | 1 semaine | 1 mois | Début 2020 | 1 an | 3 ans |
|------------------|------------|-----------|--------|------------|-------|-------|
| 10 ans US | 0,66 | 0,02 | 0,04 | -1,25 | -1,73 | -1,60 |
| 10 ans Allemagne | -0,49 | 0,04 | -0,07 | -0,30 | -0,41 | -0,89 |
| 10 ans France | -0,04 | -0,02 | -0,16 | -0,16 | -0,35 | -0,88 |
| 10 ans Espagne | 0,70 | -0,14 | -0,44 | 0,23 | -0,17 | -0,92 |
| 10 ans Italie | 1,61 | -0,25 | -0,50 | 0,18 | -1,03 | -0,52 |
| 10 ans Japon | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,02 | 0,05 | -0,05 |

| Devises | 22/05/2020 | 1 semaine | 1 mois | Début 2020 | 1 an | 3 ans |
|---------|------------|-----------|--------|------------|--------|--------|
| EUR/USD | 1,09 | 0,80% | 0,73% | -2,76% | -2,25% | -2,99% |
| USD/JPY | 107,63 | 0,55% | -0,11% | -0,92% | -2,47% | -3,30% |
| EUR/GBP | 0,90 | 0,22% | 2,05% | 5,97% | 1,66% | 3,59% |
| USD/GBP | 0,82 | -0,56% | 1,32% | 9,00% | 4,01% | 6,79% |

| Breakeven inflation | 22/05/2020 | 1 semaine | 1 mois | Début 2020 | 1 an | 3 ans |
|---------------------|------------|-----------|--------|------------|-------|-------|
| 5 ans US | 0,95 | 0,11 | 0,25 | -0,89 | -0,88 | -1,02 |
| 10 ans US | 1,34 | 0,06 | 0,08 | -0,64 | -0,63 | -0,78 |
| 5 ans EUR | 0,38 | 0,07 | 0,07 | -0,69 | -0,64 | -0,81 |
| 10 ans EUR | 0,62 | 0,06 | 0,03 | -0,56 | -0,56 | -0,75 |

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.