

LA SEMAINE EN BREF

DU 04/03/19 AU 08/03/19

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, le rapport sur l'emploi de février a déçu fortement, avec seulement 20 000 emplois créés. Pour autant, le taux de chômage baisse à 3,8% et les salaires accélèrent à +3,4% en glissement annuel.

DANS LA ZONE EURO, les ventes de détail rebondissent en janvier, et le PMI services est sensiblement revu en hausse. Toutefois, la BCE a revu en baisse ses prévisions de croissance et d'inflation, modifié sa « forward guidance » et annoncé de nouveaux TLTRO.

AU JAPON, les données ont été plus positives sur la semaine, notamment en matière de consommation des ménages ou de léger redressement de la confiance. Toutefois, la BOJ va devoir adapter sa communication, l'objectif d'inflation à 2% s'éloignant...

EN CHINE, les données de commerce extérieur plus mauvaises qu'attendu soulignent avant tout le ralentissement de la demande extérieure. Les autorités resteront prudentes dans le développement de leur plan de soutien à la croissance, pour éviter une hausse trop marquée du taux d'endettement.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

A l'occasion du 13e Congrès national du peuple, l'assemblée législative nationale de la Chine, les autorités ont abaissé l'objectif de croissance de l'année de 6,5 % à une fourchette de 6 à 6,5 %. Le premier ministre chinois, Li Keqiang, a souligné l'impact de la guerre commerciale, et a évoqué, contrairement aux usages récents que la guerre commerciale faisait du tort au pays.

Le premier ministre Li a clairement indiqué que, même si les priorités ont changé, les objectifs de la campagne de désendettement n'ont pas été abandonnés, et il s'est engagé à maintenir la croissance du crédit et le ratio de la dette stables cette année.



LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

20 000

Créations d'emploi en février aux Etats-Unis

“ *The specific measures to mitigate the adverse effects of the negative rates were not discussed. There was a discussion about the need to examine this issue in depth because negative rates have been quite successful in our monetary policy* ”

Citation de Draghi, réunion du 7 mars

À VENIR CETTE SEMAINE

Etats-Unis	Inflation - février
Zone euro	Production industrielle
Japon	Commandes de machines
Chine	Financement - février

NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 20.02.19

Scénario CENTRAL

STABILISATION DES MARCHÉS AVEC PERSISTANCE DES INCERTITUDES

50%

Scénario alternatif 1

ACCORDS COMMERCIAUX DÉCEVANTS

15%

Scénario alternatif 2

POURSUITE DE LA HAUSSE TECHNIQUE

15%

Scénario alternatif 3

VIVES TENSIONS POLITIQUES EUROPÉENNES DUES AU BREXIT ET AUX INQUIÉTUDES SUR L'ITALIE

20%

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.

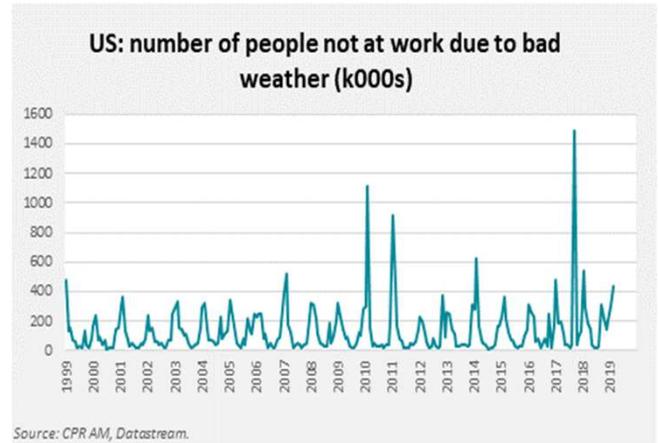


EMPLOI

Les créations d'emploi déçoivent fortement, avec seulement 20 000 créations d'emploi sur le mois de février (plus mauvais chiffre depuis un an et demi) mais attention toutefois aux surinterprétations car plusieurs chiffres sont aberrants ! Si le taux de chômage retombe à 3,8% de la population active (contre 4% en janvier), le taux de sous-emploi U6 baisse de 8 dixièmes, de 8,1% à 7,3% de la population, ce qui n'est tout simplement jamais arrivé depuis que la série est calculée par le BLS... Le chiffre de salaires surprend positivement, à +3,4% en glissement annuel, un plus haut depuis près de 10 ans mais il s'agit ici d'un rattrapage dans le bon sens en février par rapport à un mois de janvier calamiteux (+0,4% sur le mois après +0,07% en janvier). Plusieurs éléments sont à mentionner pour expliquer le mauvais chiffre de créations d'emploi :

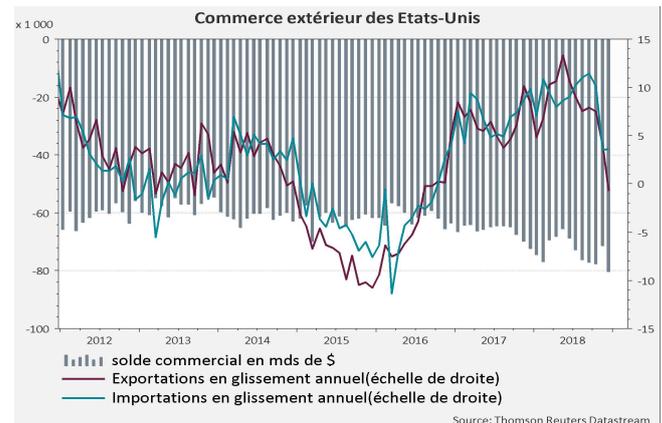
ce « mauvais » job report suit un job report qui avait été exceptionnellement bon – et même trop bon pour être vrai – en janvier (311 k créations d'emplois). La moyenne des créations d'emploi sur janvier/février est tout à fait correcte à 165k.

la mauvaise météo en février a dû jouer un rôle : en février, 438k personnes n'ont pas pu aller travailler à cause des mauvaises conditions météo (9^{ème} chiffre le plus important sur les 20 dernières années).



COMMERCE EXTÉRIEUR

Le déficit des biens et services augmente à 59,8 milliards de dollars en décembre (vs 50,3 mds\$ en novembre), conformément à ce que laissait attendre la publication avancée de la balance des biens la semaine dernière. Le creusement du déficit est aussi bien imputable à la baisse des exportations qu'à la hausse des importations. Les importations de véhicules à moteur ont atteint un plus haut historique en décembre (32,13mds\$), alors que la question d'une éventuelle hausse des tarifs douaniers dans le secteur automobile inquiète dans le cadre de la reprise des négociations commerciales entre Washington et Bruxelles.



POLITIQUE

Les élus de la Chambre des représentants ont voté par 245 voix contre 182 une résolution visant à annuler l'urgence nationale décrétée par Donald Trump pour justifier le financement d'un mur à la frontière avec le Mexique. Ce vote a été unanime chez les démocrates et treize républicains les ont rejoints. C'est la première fois que des élus demandent que soit annulée une déclaration présidentielle d'urgence nationale, une procédure utilisée cinquante-huit fois depuis son instauration en 1976. Ce texte doit encore passer au Sénat, à majorité républicaine. Avec cette procédure, les démocrates ont pu faire valoir leur attachement à la Constitution, estimant que le fait de vouloir saisir de l'argent destiné à d'autres mesures (notamment militaires) pour financer le mur, alors même que le Congrès l'avait refusé, n'était pas constitutionnel. Cette résolution oblige également les Républicains à se positionner sur cette décision présidentielle. Bien entendu, en cas d'adoption par la Chambre et le Sénat, M. Trump a promis d'y mettre son veto, une procédure encore inédite sous sa présidence. Pour bloquer le veto présidentiel il faut une majorité des 2/3 du Congrès, qui semble inatteignable en l'état.

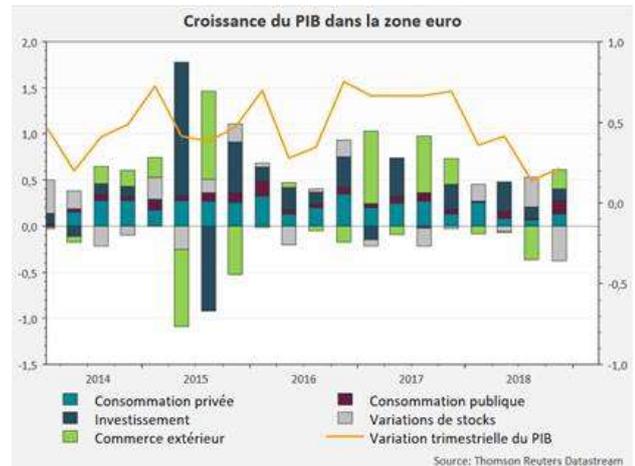


ZONE EURO

CROISSANCE

Le PIB est confirmé à **+0,2%** au 4^{ème} trimestre mais la croissance du 3^{ème} trimestre est revue à la baisse de **0,2% à 0,1% (0,14%)**. Sur un an glissant, la hausse du PIB s'élève à **1,1%** contre 1,2% dans la précédente estimation d'Eurostat.

La décomposition de la croissance envoie un message plus rassurant : la consommation des ménages et l'investissement des entreprises contribuent chacun à hauteur de 0,1% à la croissance au T4 comme au T3, la dépense publique contribue à hauteur de 0,1% alors que sa contribution était nulle au T3 et le commerce extérieur à hauteur de 0,2% après -0,4% au T3. **Ce sont stocks qui ont pesé sur la croissance au T4 (-0,4%)** tandis que le commerce extérieur contribue positivement à la croissance à la différence des 3 trimestres précédents.

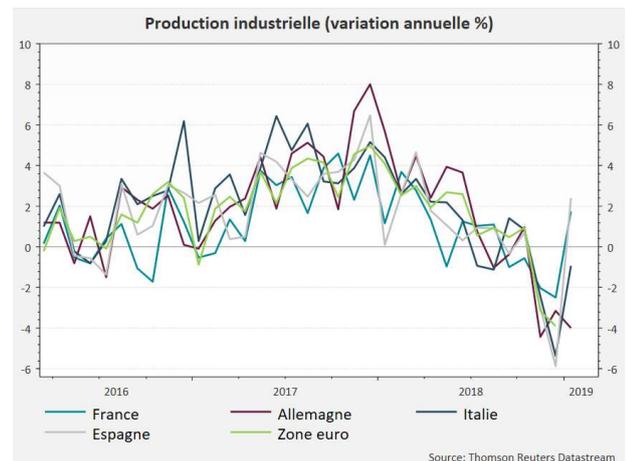


PRODUCTION INDUSTRIELLE

En Allemagne, les nouvelles commandes industrielles ont baissé de **2,6% en janvier (données cvs)**. Cependant, celles de décembre, initialement estimées en recul de -1,6% sur le mois, ont été revues à la hausse à **+0,9%** ! Les données sont très volatiles. En janvier, ce sont surtout les nouvelles commandes à l'export qui sont en baisse (-3,6%). En termes sectoriels, le repli est particulièrement marqué pour les biens d'équipements (-3,6%) et pour les commandes dans l'automobile (-6,1%) après leur fort rebond en décembre. Sur un an glissant, les nouvelles commandes se replient de 3,9%.

Le chiffre d'affaires dans l'industrie manufacturière progresse de 0,6% en décembre après une hausse de 3,2% en novembre.

En France, la production industrielle progresse de **1,3% en janvier après 0,0% en décembre**. La production manufacturière de 1,0% après 0,4%. En glissement annuel, la production manufacturière se replie néanmoins de 1,1%. Dans l'automobile, la production poursuit son rebond, progressant de 3,2% en janvier après 2,4% en décembre.



CONSOMMATION DES MENAGES

Les ventes au détail en volume ont rebondi de **1,3% en janvier après -1,4% en décembre**. Cela porte le glissement annuel de 0,3% à 2,2%. Ce rebond tend à confirmer la nouvelle saisonnalité des ventes de détail, où les ventes de Noël sont désormais anticipées en novembre avec le black Friday. C'est d'autant plus important que la dynamique de croissance de la zone euro pour 2019 sera très dépendante de la consommation des ménages.

ENQUETES DE CONJONCTURE

Le PMI Services de février est revu sensiblement à la hausse de **52,3 à 52,8** (après 51,2 en janvier). En France, il revient dans la zone d'expansion de l'activité (50,2 après 49,8) ainsi qu'en Italie (50,4 en février après 49,7 en janvier). Le PMI services de l'Espagne baisse légèrement tout en restant sur des niveaux élevés (54,5 après 54,7).

Le PMI composite de la zone est revu à la hausse de **51,4 à 51,9**. Il signale une croissance trimestrielle du PIB plus soutenue que celle annoncée par l'estimation préliminaire, soit **0,2% après 0,1% en janvier selon Markit**.

ROYAUME-UNI

Le PMI Services de février ressort à 51,3, en hausse par rapport à janvier (50,1) où il avait atteint un point bas depuis le référendum sur le Brexit. Néanmoins, les nouvelles commandes continuent de baisser et la composante emploi a chuté de 49,4 à 48,3, son plus bas niveau depuis plus de 7 ans. Ce rebond du PMI Services fait plus que contrebalancer la baisse des PMI manufacturier et construction. **Le PMI global progresse ainsi de 50,3 en janvier à 51,4 en février.**



JAPON

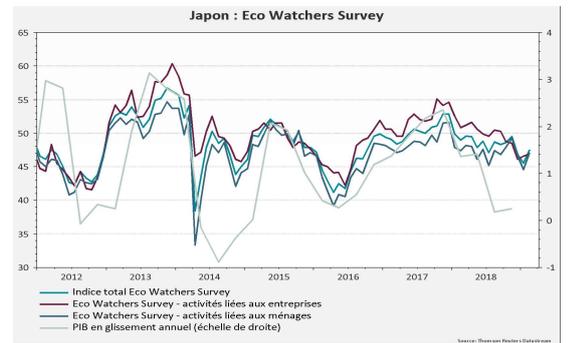
PIB

Le PIB du 4^{ème} trimestre 2018 a été révisé en hausse, à 0,5% au lieu de 0,3%, avec une révision en hausse des composantes investissements en équipement, et stocks. Ceci confirme la bonne orientation des dépenses d'investissement, soutenues par les JO, mais aussi par tous les investissements permettant d'améliorer la productivité et compenser les pénuries de main d'œuvre.

T/T (%)	4T18	4T18	3T18	2T18	1T18
PIB	0,5	0,3	-0,6	0,5	-0,1
Consommation privée	0,4	0,6	-0,2	0,6	-0,2
Consommation publique	0,7	0,8	0,2	0,1	0,2
Investissement résidentiel	1,1	1,1	0,6	-2,0	-2,0
Investissement en équipement	2,7	2,4	-2,6	2,5	1,1
Investissement public	-1,8	-1,2	-2,3	-0,7	-0,7
Stocks (contributions)	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,2
Exportations nettes (contributions)	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	0,1
Déflateur du PIB (a/a)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,1	0,5

ECO WATCHERS SURVEY

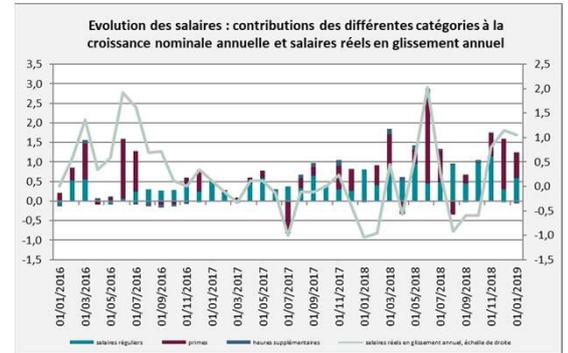
L'enquête Eco Watchers s'améliore en février, l'indice global passant de 45,6 en janvier à 47,5, première amélioration depuis 3 mois. L'amélioration s'observe côté ménages, avec un indice qui passe de 44,6 à 47,1, et plus modestement côté entreprises, avec un indice à 46,9 après 46,6 en janvier. Les perspectives d'activité à 3 mois se détériorent néanmoins pour les ménages, en baisse de 1,5 point alors que celles des entreprises s'améliorent nettement, de 1,9 point avec +4,7 points uniquement dans le manufacturier.



SALAIRES ET CONSOMMATION

La consommation réelle des ménages rebondit en janvier, en hausse de 2% après +0,1%. Même les dépenses core, qui excluent les éléments les plus volatiles, y compris les ventes automobiles et les loyers imputés sont en hausse de 1,8% sur un an. Les dépenses d'éducation en hausse de 17,7% en janvier expliquent 0,3 point de la hausse totale.

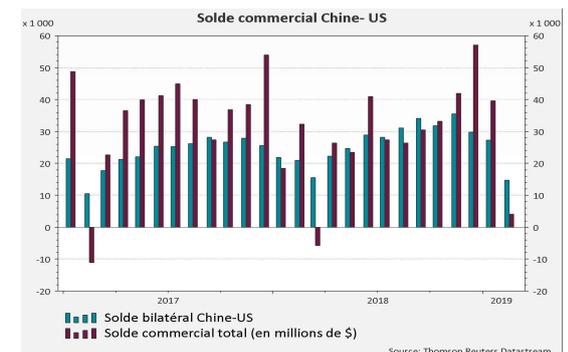
Les salaires nominaux progressent de 1,2% en janvier sur un an après +1,5% en décembre. Le ralentissement s'explique par le tassement des salaires réguliers (+0,6% après 0,7%) et le recul des heures supplémentaires (-1% sur un an). Les bonus restent soutenus à +12,7% sur un an après 2,4% en décembre. Déflatés de l'inflation, les salaires progressent de 1,1% sur un an en janvier.



CHINE

COMMERCE EXTÉRIEUR

Forte chute des exportations en février, de 20,7% sur un an, après +9,1% en janvier. Les distorsions liées aux congés du Jour de l'An expliquent une bonne partie de cette volatilité mensuelle. De leur côté, les importations continuent de reculer, de 5,2% sur un an. L'excédent commercial se réduit fortement, passant de 39,2 mds de \$ en janvier à 4,1 mds de \$ en février. La baisse des exportations s'observe vers toutes les destinations, mais est particulièrement marquée vers les Etats-Unis, de -28,6% sur un an après -2,8% en janvier. Les exportations vers l'Asean reculent de 13,2% sur un an. Du côté des importations de matières premières, les évolutions sont contrastées ; Une hausse des importations en volume de 21,6% de pétrole brut, une baisse de 20 % des importations d'acier en volume. Ces données même corrigées des variations saisonnières soulignent le net ralentissement de la demande.





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

- **Changement de la *forward guidance*** : la BCE indique qu'elle gardera ses taux directeurs aux niveaux actuels jusqu'à « au moins la fin 2019 » (auparavant, la *forward guidance* mentionnait « jusqu'à au moins l'été 2019 »). En conférence de presse, Draghi a indiqué que certains gouverneurs étaient même favorables à une extension de la *forward guidance* à mars 2020.
- **Draghi a précisé qu'il n'avait pas été question de reprendre le programme de QE.**
- **Annnonce d'une nouvelle série de TLTRO (TLTRO 3)**

Ils seront proposés chaque trimestre de septembre 2019 à mars 2021 (donc sept opérations !).

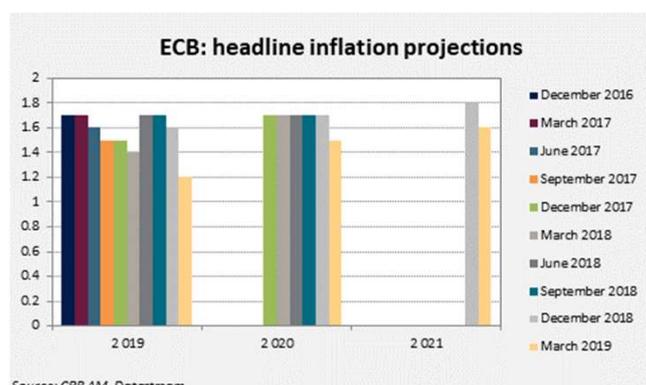
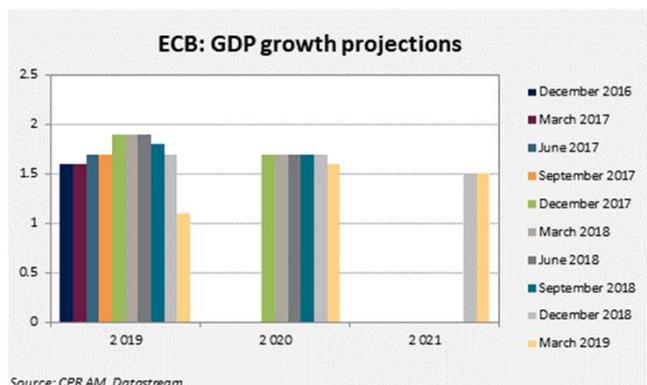
La maturité des prêts est de 2 ans (contre 4 ans dans la série de TLTRO 2)

Les banques pourront emprunter jusqu'à 30% du stock de prêts éligibles au 28 février 2019.

Le taux d'intérêt de ces prêts sera le taux de refinancement marginal sur la vie des prêts (actuellement, il est à 0%).

Des mécanismes d'incitation au prêt au secteur réel seront mis en place (la communication aura lieu ultérieurement, chose que Draghi a confirmée en conférence de presse).

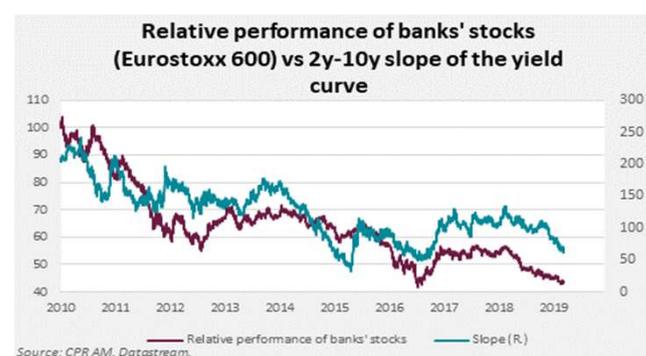
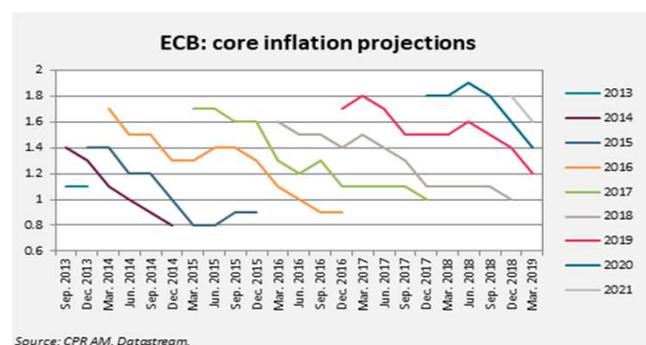
Les prévisions de croissance et d'inflation ont été revues substantiellement à la baisse pour 2019. Les prévisions de croissance sont désormais : 1,1% pour 2019, 1,6% pour 2020 et 1,5% pour 2021 (contre 1,7, 1,7 et 1,5 précédemment). Les prévisions d'inflation sont désormais : 1,2% pour 2019, 1,5% pour 2020 et 1,6% pour 2021 (contre 1,6, 1,7 et 1,6 précédemment).



Moins suivies que pour les autres variables et pourtant sans doute plus significatives, les prévisions d'inflation sous-jacente ont été massivement revues à la baisse, sur tous les horizons. La prévision pour 2021 passe de 1,8% à 1,6% : en quelques sortes, la BCE a perdu confiance dans les perspectives d'inflation.

Un choc de taux négatif...

Dans trois mois, nous en serons à 5 ans de taux négatifs en zone euro. La prolongation de la *forward guidance* d'hier (taux qui resteront aux niveaux actuels jusqu'à au moins la fin 2019) implique que la période de taux négatifs durera au moins un an de plus. Les effets des taux négatifs sont beaucoup plus importants aujourd'hui qu'il y a cinq ans : les réserves excédentaires (auxquelles s'appliquent le taux de dépôt) des banques sont actuellement d'environ 1900 Mds €, contre 100 en 2014. Sur une année pleine, c'est donc une « taxe » directe d'environ 7,5 Mds qui s'applique aux banques européennes. En prenant en compte à la fois le niveau de taux et les montants, on se trouve en présence de l'expérience de taux négatifs la plus puissante de l'histoire.



INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
20 mars	Fed
10 avril	BCE
15 mars	BoJ
21 mars	BoE

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
11 mars	Allemagne	Balance commerciale de janvier Production industrielle de janvier
	Etats-Unis	Ventes de détail de janvier
12 mars	Royaume-Uni	PIB de janvier Balance commerciale de janvier
	Etats-Unis	Inflation de février
13 mars	Japon	Commandes de machines de janvier
	Zone euro	Production industrielle de janvier
	Etats-Unis	Commandes de biens durables de janvier Prix à la production de février
14 mars	Chine	Chiffres d'activité de janvier/février
	Etats-Unis	Ventes de maisons neuves de janvier
15 mars	Zone euro	Inflation finale de février
	Etats-Unis	Production industrielle de février Confiance des ménages de l'Université du Michigan de mars

INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	08/03/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
SP 500	2 743	-2,16%	0,42%	9,42%	0,60%	37,03%
Eurostoxx 50	3 284	-0,86%	2,21%	9,40%	-2,78%	8,69%
Nikkei	21 026	-2,67%	0,73%	5,05%	-1,07%	24,33%
MSCI Emergents	1 030	-2,04%	-1,75%	6,68%	-13,38%	29,55%
MSCI Emergents- LATAM	509	-1,66%	-4,26%	7,10%	-8,89%	45,04%
MSCI Emergents Asie	531	-2,04%	-0,37%	7,42%	-10,41%	41,65%
FTSE 100	7 104	-0,03%	-0,96%	5,59%	-0,75%	14,91%

Niveaux de taux	08/03/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
10 ans US	2,63	-0,13	-0,08	-0,07	-0,26	0,72
10 ans Allemagne	0,07	-0,11	-0,09	-0,17	-0,58	-0,14
10 ans France	0,41	-0,17	-0,17	-0,30	-0,49	-0,14
10 ans Espagne	1,06	-0,15	-0,20	-0,36	-0,38	-0,53
10 ans Italie	2,51	-0,23	-0,33	-0,27	0,46	1,05
10 ans Japon	-0,03	-0,02	-0,02	-0,03	-0,08	0,01

Devises	08/03/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
EUR/USD	1,12	-1,20%	-1,07%	-2,01%	-9,45%	2,06%
USD/JPY	111,17	-0,67%	1,09%	1,45%	4,80%	-2,03%
EUR/GBP	0,86	0,21%	-1,71%	-3,95%	-3,29%	11,84%
USD/GBP	0,77	1,43%	-0,65%	-1,99%	6,78%	9,58%

Breakeven inflation	08/03/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
5 ans US	1,96	-0,01	0,00	0,21	-0,30	0,42
10 ans US	2,12	0,00	0,01	0,18	-0,21	0,40
5 ans EUR	1,10	-0,06	0,00	0,02	-0,27	0,34
10 ans EUR	1,28	-0,03	-0,01	-0,03	-0,24	0,16

Matières premières	08/03/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	55,77	0,02%	3,39%	23,52%	-7,25%	47,15%
Pétrole (Brent)	65,79	0,87%	4,91%	23,83%	2,68%	63,94%

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.