

# LA SEMAINE EN BREF

## DU 29/04/19 AU 03/05/19

### LES FAITS MARQUANTS

**AUX ÉTATS-UNIS**, malgré un marché du travail très porteur (chômage en baisse à 3,6%), la croissance des salaires (3,2%) reste bien inférieure à la croissance nominale et l'inflation s'éloigne de sa cible (le core PCE baisse à 1,55%). Par ailleurs, l'ISM manufacturier chute de 55,3 à 52,8.

**DANS LA ZONE EURO**, la croissance a surpris à la hausse au 1er trimestre 2019 en atteignant 0,4% après 0,2% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2018. Avec une croissance de 0,2%, l'Italie sort de récession. L'estimation flash de l'inflation est ressortie à 1,7% en glissement annuel après 1,4% e mars.

**EN CHINE**, le PMI manufacturier baisse légèrement (de 50,5 à 50,1) après le fort rebond du mois précédent sans toutefois menacer la reprise de l'activité.

### L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

**Par deux tweets, Donald Trump a repris ses menaces contre la Chine dans le cadre de la guerre commerciale.** Trouvant que les négociations avec la Chine n'avancent pas assez vite, Trump a indiqué que la hausse de droits de douane sur la tranche de 200 Mds \$ passerait de 10 à 25 points de pourcentage ce vendredi et que les 325 Mds \$ d'importations américaines de produits chinois non taxés seraient « bientôt » taxés de 25 points supplémentaires prochainement. Voici un récapitulatif des hausses de droits de douane décidées par Trump contre la Chine :

	Aujourd'hui	Vendredi	"Bientôt"
Tranche de 50 Mds\$	25%	25%	25%
Tranche de 200 Mds\$	10%	25%	25%
Tranche restante (325 Mds\$)	0%	0%	25%

**Coup de bluff dans le dernier round des négociations ?** Le vice premier ministre chinois Liu He devait arriver ce mercredi à Washington pour ce qui était présenté comme le dernier round de négociations avant un accord final. Pour aller dans ce sens, son conseiller économique Larry Kudlow a indiqué qu'il s'agissait là d'un « avertissement » pour la Chine.

### LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

0,4%

1<sup>ère</sup> estimation de la croissance du 1<sup>er</sup> trimestre en zone euro

“  
*The tariffs paid to the USA have had little impact on product cost, mostly borne by China. The Trade Deal with China continues but too slowly, as they attempt to renegotiate, No!*  
 ”

Donald Trump

### À VENIR CETTE SEMAINE

Etats-Unis	Inflation - avril
Zone euro	PMI services – avril
Japon	Minutes de la BoJ
Chine	Inflation d'avril - octobre

### NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 03.05.19

#### Scénario CENTRAL

STABILISATION DE LA MACRO

60%

#### Scénario alternatif 1

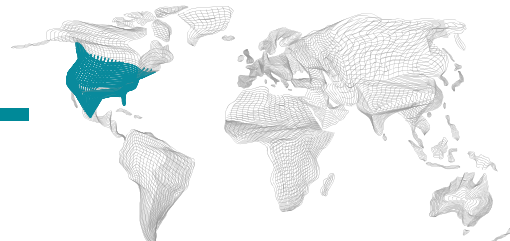
RALENTISSEMENT GLOBAL DE LA MACRO

25%

#### Scénario alternatif 2

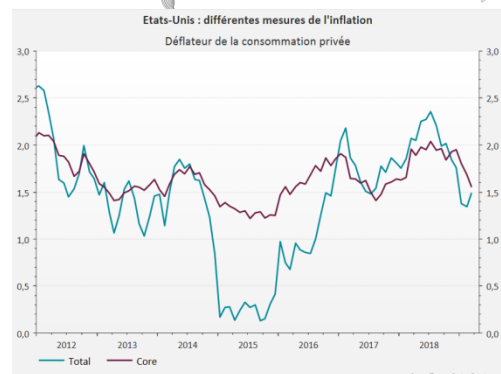
POURSUITE DE LA HAUSSE TECHNIQUE

15%



## PRIX

Le déflateur de la consommation privée (PCE), mesure de l'évolution des prix préférée par la FED, progresse de 0,2% en mars après 0,1% en février, ce qui porte le glissement annuel à 1,5% après 1,3% en février. **Hors alimentation et énergie, le déflateur reste inchangé en mars après +0,1% en février ce qui ramène le glissement annuel à 1,6% (1,55% exactement). La baisse de cette mesure de l'inflation est marquée !**



## EMPLOI

### Un marché de l'emploi toujours aussi dynamique, sans tension inflationniste

Les créations d'emploi en avril sont au nombre de 263 000 après 189 000 en mars. Si la construction enregistre 33 000 créations d'emploi le secteur manufacturier se limite à 4 000 créations et le secteur minier en détruit 3 000. Le secteur public crée 27 000 emplois. L'essentiel des nouveaux emplois sont dans les services du secteur privé (202 000). On observe néanmoins, en tendance un ralentissement des créations d'emploi. En moyenne mobile sur 3 mois, les créations d'avril sont au nombre de 169 000 après 186 000 en mars, 198 000 en février et 236 000 en janvier.

Du côté des ménages, l'enquête est un peu moins positive. On enregistre une diminution du nombre d'emplois de 103 000 mais aussi une forte baisse de la population active (490 000) ce qui se traduit par une **baisse du taux de participation de 63% à 62,8% et, compte tenu de la forte baisse du nombre de chômeurs, le taux de chômage passe de 3,8 % à 3,6%**. Le taux de chômage élargi (U6) reste stable depuis 3 mois à 7,3%. Le taux d'emploi est stable à 60,6%. Côté salaires, ils progressent de 0,2% sur le mois ce qui reste modeste et maintient le glissement annuel à 3,2%.

## ISM

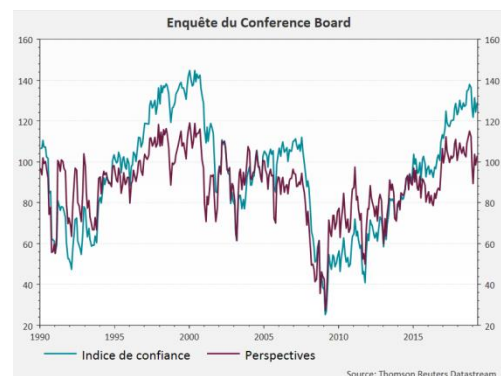
**L'indice manufacturier a baissé en avril, passant de 55,3 à 52,8.** L'ensemble des composantes sont orientées à la baisse, notamment la production, les nouvelles commandes et l'emploi, avec en revanche une hausse des stocks et délais de livraison. On relèvera la baisse des nouvelles commandes à l'exportation de 2,2 points, l'indice repassant sous les 50 à 49,5. L'indice des prix payés recule pour sa part de 4,3 points à 50. Au total, **une enquête cohérente avec toutes celles publiées récemment et qui attestent du ralentissement mondial de l'activité manufacturière.**

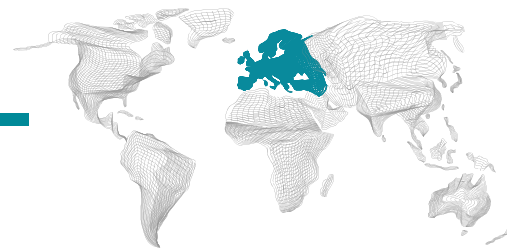


**L'ISM non manufacturier continue de ralentir à 55,5 en avril après 56,1 en mars.** Il témoigne toujours d'une activité soutenue, avec notamment la composante activité qui accélère à 59,5 en hausse de 2,1 points par rapport à mars, en croissance pour le 17<sup>ème</sup> mois consécutif ! Les nouvelles commandes sont en baisse de 0,9 point à 58,1 après 59 en mars, et l'indice emploi recule de 2,2 points à 53,7 en avril, mais les nouvelles commandes à l'exportation bondissent de 4,5 points à 57. L'indicateur de prix en repli confirme la faiblesse des tensions inflationnistes. **Sur les 12 derniers mois, l'indice ISM non manufacturier était en moyenne de 58,4, et ce mois d'avril représente un plus bas. Le ralentissement est donc bien visible.**

## CONFIANCE DES MENAGES

**La confiance des ménages selon l'enquête du Conference Board rebondit en avril, l'indice global atteignant 129,2 après 124,2 en mars.** La perception de la situation présente s'améliore, avec un indice passant de 124,2 à 129,2 de même que les perspectives à court terme en matière de revenus, de conditions sur le marché du travail dont l'indice de confiance passe de 98,3 en mars à 103 en avril.





## ZONE EURO

### PIB

L'estimation flash de la croissance du PIB de la zone euro rebondit pour atteindre **0,4%** au 1er trimestre après 0,2% le dernier trimestre 2018 et dépasse les attentes (estimation du consensus à 0,3%). Comparée au même trimestre 1 an auparavant, la croissance de la zone est de 1,2%. Cette publication rassure alors que les PMI ont tuteuré ce trimestre les points bas des 5 dernières années. L'Italie sort de récession et affiche une croissance de 0,2%, la France 0,3% et l'Espagne 0,7%. Selon nos estimations, la croissance allemande, dont le chiffre n'a pas encore été publié, pourrait atteindre 0,4% malgré le ralentissement marqué du secteur industriel au cours du trimestre.



### EMPLOI

Le taux de chômage en zone euro est en baisse à **7,7%** en mars (après 7,8% en février), soit le niveau le plus bas depuis septembre 2008. Le taux de chômage de tous les pays de la zone euro est en baisse sur un an. Ce chiffre masque toutefois des fortes disparités entre les pays, et notamment parmi les grandes économies de la zone. Le taux de chômage diminue en Italie (10,2% après 10,5% en février) et en Espagne (14% après 14,2% en février) tandis qu'il se stabilise à 3,2% en Allemagne et 8,8% en France.

### INFLATION

L'estimation flash de l'inflation sort en nette hausse en avril à **1,7%** en glissement annuel (vs 1,4% en mars), entraînée par l'inflation core qui atteint **1,2%** (vs 0,8% en mars). Cette hausse marquée de l'inflation n'est que provisoire et semble refléter un « effet Pâques ». En effet, l'inflation des services a particulièrement augmenté (1,9% vs 1,1% en mars) en avril ce qui reflète bien souvent, à la période de Pâques, une hausse du prix des « forfaits vacances ». Bien que nous attendons une correction le mois prochain, l'inflation est sortie supérieure aux attentes et envoie un signal encourageant. L'inflation s'est stabilisée en France à 1,4%, en revanche elle a accéléré à 2,1% en Allemagne (vs 1,4% en mars)!

### PMI MANUFACTURIER

Le PMI manufacturier atteint **47,9** en avril et est révisé légèrement à la hausse par rapport à son estimation flash (47,8). Le PMI manufacturier italien surprend à la hausse à **49,1** (vs 47,8 en mars), ce qui rassure sur l'état général de l'économie après la bonne reprise de l'indicateur des services le mois dernier. Le PMI manufacturier espagnol est également en hausse à 51,8 (après 51,2). A noter également, la révision du PMI manufacturier français lui permet de sortir de la zone de contraction (50 vs 49,6 estimé). L'indicateur allemand est en revanche revu en légère baisse à **44,4** (vs 44,5 anticipé).

### MASSE MONETAIRE

Le taux de croissance de la masse monétaire atteint **4,5%** en mars après 4,3% en février sur un an glissant. La croissance annuelle de M1, l'agrégat monétaire le plus étroit (billets en circulation + dépôts à vue) accélère et atteint 7,4% en mars en glissement annuel après 6,6% en février.

La publication est plutôt négative car elle ne confirme pas le rebond du crédit aux entreprises de février après la nette baisse de janvier. Ceci à n'en pas douter sera surveillé par la BCE, vigilante sur la transmission de sa politique monétaire à l'économie réelle.







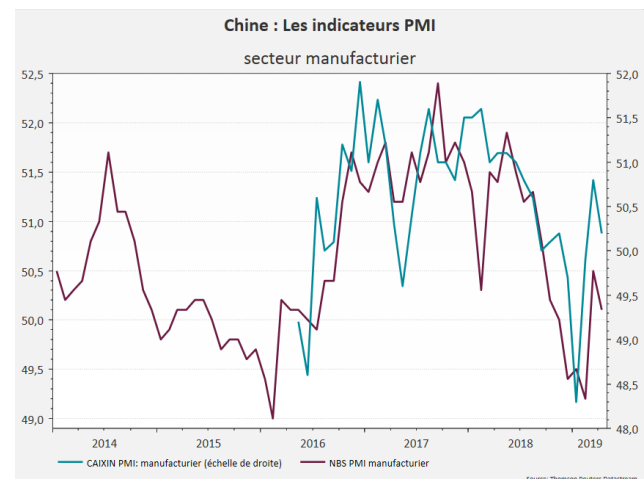
## CHINE

### PMI

Le PMI officiel manufacturier ralentit en avril à 50,1 après 50,5 en mars. Ce repli n'est pas surprenant, compte tenu du fort rebond que l'on avait enregistré en mars. Ainsi, le PMI Caixin confirme cette tendance avec un indice qui recule pour sa part de 50,8 à 50,2 en avril. On relèvera que les deux indices restent supérieurs à la moyenne observée au 1<sup>er</sup> trimestre. La composante nouvelles commandes baisse mais très modérément et reste à 51,4 en avril et, élément rassurant, les composantes liées au commerce extérieur progressent (importations à 49,7 et nouvelles commandes à l'exportation à 49,2), retrouvant les niveaux de la mi 2018. Par type d'entreprises, l'indice a progressé pour les PME et diminué pour les grandes entreprises manufacturières. On notera que la composante nouvelles commandes à l'export de l'indice Caixin recule pour sa part de 50,2 à 49,1.

L'indice officiel PMI non manufacturier recule également en avril, à 54,3 après 54,8 en mars. La baisse s'explique par un recul de 0,3 point de la composante services à 53,3 alors que la composante construction baisse pour sa part de 1,6 point à 60,1.

Si l'on compare la moyenne d'avril à la moyenne du premier trimestre, les deux PMI manufacturiers se sont légèrement renforcés. La dynamique de croissance sous-jacente dans le secteur manufacturier ne doit pas être remise en cause malgré les fluctuations dues au congé du Nouvel An chinois qui ont surestimé la vigueur du rebond. De même, la réduction de la TVA entrée en vigueur à partir d'avril pourrait avoir ajouté du bruit aux résultats des PMI de mars.



## COREE DU SUD

### EXPORTATIONS

Les exportations baissent un peu moins en avril, avec -2% en glissement annuel après -8,2% en mars. Cette tendance s'explique en partie par une forte progression des exportations de navires (+53,6% sur un an) mais hors bateaux, les exportations reculent moins en avril qu'en mars (-4% sur un an après -8,7%). En volume, les exportations progressent de 2,5% sur un an après deux mois de baisse, avec un rebond de l'automobile et de la tech au sens large. Sur le mois d'avril le rebond des exportations est de 3,8%, tiré par la Chine (+13% sur avril) et le Japon (+6,3%). Les exportations vers l'Europe progressent de 3,9% et celles vers les Etats-Unis de 1%. Les importations progressent de 2,4% sur un an après 3 mois de baisse.

## TAIWAN

### PIB

Le PIB du 1<sup>er</sup> trimestre progresse de 2% en variation trimestrielle annualisée après 1,5% au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB progresse de 1,7%, après 1,8% précédemment. C'est un peu plus que n'attendait le consensus. La demande intérieure est un peu moins dynamique, sa contribution à la croissance passant de 3,1 points à 1,8% au 1T2019, incluant un tassement de la consommation privée, une contraction de la consommation publique et un investissement des entreprises en accélération. La croissance des exportations ralentit, mais celle des importations est encore plus faible, ce qui se traduit par une contribution du commerce extérieur quasi nulle.



## RESERVE FEDERALE

**Comme attendu la Fed n'a pas modifié la fourchette cible du taux des fed funds : 2.25%/2.50%. En revanche, une décision technique est prise avec la baisse du taux de rémunération des réserves excédentaires (IOER) de 5 bp.**

Le communiqué du FOMC est rassurant sur l'économie, et le marché de l'emploi : *"the labor market remains strong and that economic activity rose at a solid rate."* Alors qu'en mars il disait « *the labor market remains strong but that growth of economic activity has slowed from its solid rate in the fourth quarter* ». Même si la Fed souligne la vigueur de l'activité, elle maintient toutefois ses réserves sur la consommation et l'investissement : *"Growth of household spending and business fixed investment slowed in the first quarter"*. Le fait marquant du communiqué est l'inflexion sur l'appréciation de l'inflation : *"On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy have declined and are running below 2 percent"*. L'inflation est inférieure à 2% et non plus proche de 2%. Au total, ce communiqué peut être jugé plutôt « dovish ». Toutefois au cours de la conférence de presse, J. Powell a indiqué que le recul récent de l'inflation ne pourrait être que transitoire, ne voulant pas ajouter aux anticipations de baisse de taux du marché, insistant plutôt sur la dynamique de croissance. Il précise notamment que les risques baissiers concernant la croissance (durcissement des conditions financières, Brexit, tensions commerciales...) avaient plutôt tendance à s'atténuer. Il a par ailleurs relativisé la baisse de l'ISM manufacturier publié un peu plus tôt dans la journée.

Concernant la mesure technique :

*"The Board of Governors of the Federal Reserve System voted unanimously to set the interest rate paid on required and excess reserve balances at 2.35 percent, effective May 2, 2019. Setting the interest rate paid on required and excess reserve balances 15 basis points below the top of the target range for the federal funds rate is intended to foster trading in the federal funds market at rates well within the FOMC's target range."*

**Actuellement, le taux des fed funds effectif tendait à se fixer autour de 2,45%, donc très haut dans la fourchette objectif alors que la Fed souhaite plutôt viser un milieu de fourchette.** Comme certaines institutions (telles que certaines agences gouvernementales) peuvent prêter sur les marchés monétaires mais pas déposer à la Fed, des distorsions apparaissent. **La raréfaction des réserves excédentaires liée à la diminution du bilan de la fed induit une pression haussière sur les fed funds.**

**C'est une mesure technique qui ne doit pas être interprétée comme annonciatrice de baisse de taux des fed funds ;** *"small technical adjustment... does not reflect any shift in the intended stance of monetary policy."*

## BANQUE D'ANGLETERRE

**Les membres du Comité de Politique Monétaire (MPC) ont voté à l'unanimité pour le maintien des taux directeurs à 0,75%** ainsi que pour la poursuite de la politique des rachats d'actifs (au même rythme et sans en changer la composition). Ils s'attendent à ce que les données d'activité soient particulièrement volatiles en raison des incertitudes liées au Brexit. **Le MPC a expliqué que la trajectoire de la politique monétaire sera très dépendante de la réaction des acteurs face au Brexit mais que la réponse ne sera pas automatique. Le MPC réaffirme son mandat principal de stabilité des prix et précise que le niveau des taux étant à la bonne position aujourd'hui, le prochain mouvement pourra être à la hausse comme à la baisse.**

En parallèle, la BoE a publié son rapport sur l'inflation, dans lequel elle communique ses prévisions sur l'évolution des prix et de la croissance. La croissance devrait atteindre 0,5% au premier trimestre en raison d'une accumulation des stocks liée au Brexit mais ce rythme est temporaire et la croissance devrait tomber à 0,2% au 2<sup>e</sup> trimestre. La croissance apparaît toutefois un peu au-dessus qu'anticipée mais demeure légèrement sous son potentiel. L'inflation, aujourd'hui à 1,9%, est attendue en légère baisse à moyen terme en raison de la faiblesse des prix de l'énergie. A plus long terme, les tensions sur le marché du travail devraient toutefois pousser l'inflation au-dessus du seuil des 2%.

# INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



## ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
19 juin	Fed
6 juin	BCE
20 juin	BoJ
20 juin	BoE

Dates	Actualités
7 mai	Australie (1,5%), baisse de 25bp attendue
8 mai	Brésil (6,50%) statu quo attendu Nouvelle Zélande (1,75%), baisse de 25bp attendue
9 mai	Chili (3%) statu quo attendu Norvège (1%) statu quo attendu

## INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
6 mai	Etats-Unis	Conditions d'octroi de crédit au 2T2019
	Zone euro	<b>PMI services et composite d'avril</b> Ventes au détail de mars
7 mai	France	Commerce extérieur de mars
	Allemagne	Commandes manufacturières de mars
	Japon	PMI Manufacturier avril
	Chine	Réserves de change d'avril
8 mai	Allemagne	Production industrielle de mars
	Japon	<b>Minutes de la BoJ</b> <b>PMI services avril</b>
	Chine	<b>Commerce extérieur d'avril</b>
9 mai	Etats-Unis	Prix à la production d'avril Commerce extérieur de mars
	Japon	Sentiment du consommateur de avril
10 mai	Etats-Unis	<b>Inflation d'avril</b>
	Allemagne	Commerce extérieur de mars
	Japon	Salaires de mars
	Chine	<b>Inflation d'avril</b>

## INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	03/05/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
SP 500	2 946	0.20%	2.51%	17.50%	11.76%	41.52%
Eurostoxx 50	3 502	0.06%	1.95%	16.69%	-1.44%	15.49%
Nikkei	22 259	0.00%	2.51%	11.21%	-0.95%	37.85%
MSCI Emergents	1 083	0.44%	0.28%	12.13%	-5.96%	29.59%
MSCI Emergents- LATAM	513	-1.21%	-0.66%	7.89%	-2.52%	31.30%
MSCI Emergents Asie	562	0.85%	0.20%	13.61%	-4.22%	45.10%
FTSE 100	7 381	-0.64%	-0.51%	9.70%	-2.16%	18.24%

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

Matières premières	03/05/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	61.98	-2.07%	-0.77%	37.28%	-9.45%	38.50%
Pétrole (Brent)	71.45	-0.74%	3.31%	34.48%	-2.39%	53.19%
Or	1 281.04	-0.50%	-0.78%	-0.02%	-2.50%	-1.03%
Cuivre	6 229.25	-2.65%	-3.93%	4.71%	-8.28%	23.01%

Niveaux de taux	03/05/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
10 ans US	2.53	0.03	0.01	-0.16	-0.43	0.67
10 ans Allemagne	0.02	0.04	0.02	-0.23	-0.56	-0.26
10 ans France	0.37	0.01	-0.03	-0.34	-0.44	-0.26
10 ans Espagne	0.99	-0.04	-0.16	-0.43	-0.32	-0.59
10 ans Italie	2.55	-0.03	0.01	-0.22	0.77	1.07
10 ans Japon	-0.04	0.00	0.01	-0.05	-0.09	0.06

Breakeven inflation	03/05/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
5 ans US	1.97	-0.04	-0.01	0.22	-0.29	0.27
10 ans US	2.11	-0.05	-0.02	0.17	-0.24	0.22
5 ans EUR	1.11	0.03	0.03	0.04	-0.32	0.24
10 ans EUR	1.24	0.01	0.01	-0.06	-0.31	0.08

Devises	03/05/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
EUR/USD	1.12	0.48%	-0.29%	-2.34%	-6.27%	-2.86%
USD/JPY	111.11	-0.44%	-0.34%	1.40%	1.15%	4.40%
EUR/GBP	0.85	-1.46%	-0.38%	-5.41%	-3.37%	8.17%

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.