



LA SEMAINE EN BREF

DU 15/03/21 AU 21/03/21

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, les ventes au détail marquent le pas en février après un mois de janvier record et la Fed tente de temporeriser.

DANS LA ZONE EURO, le commerce intra zone euro reste très dynamique et a dépassé son niveau d'avant crise ce qui n'est pas encore le cas u commerce extérieur à la zone.

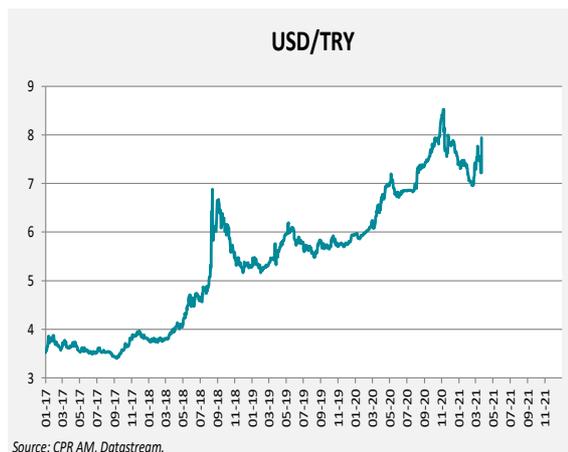
AU JAPON, les données de commerce extérieur de février sont affectées par les effets du Nouvel An lunaire; les exportations baissent mais les importations accélèrent nettement. La BOJ maintient sa politique très accommodante mais se donne plus de flexibilité pour la conduire.

EN CHINE, les données d'activité sont très vigoureuses en début d'année, en raison bien entendu d'un effet de base historique mais elles soulignent également une croissance qui se renforce.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

Le gouverneur de la Banque centrale, Naci Agbal, a été démis de ses fonctions et Sahap Kavcioglu a été nommé nouveau gouverneur par une décision présidentielle publiée du 19 mars. C'est la troisième fois qu'un gouverneur de la TCMB est remplacé au cours des deux dernières années. La décision est intervenue après une hausse des taux directeurs de 200 pb par la banque centrale le jeudi 18 mars. La déclaration précise que les réunions du MPC se tiendront comme prévu précédemment. La prochaine réunion devrait donc avoir lieu le 15 avril.

Le gouverneur Kavcioglu a écrit dans une chronique le 9 février dernier que la politique monétaire ne devrait pas insister sur un taux directeur élevé et que des taux plus élevés conduiraient indirectement à l'inflation. Il estime également que la livre a été maintenue trop forte ces dernières années en offrant des taux élevés, sapant la compétitivité économique du pays... **un changement de ton est donc à prévoir... attention en amont à la réaction du marché qui va tester la nouvelle équipe. La baisse de la devise est inévitable !**



LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

Avril 1973

L'enquête Phily Fed est au plus haut depuis cette date

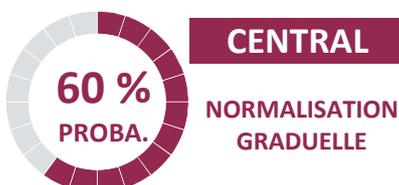
“ L'état de l'économie dans deux ou trois ans est très incertain et je ne me focaliserais pas trop sur le timing exact d'une potentielle hausse de taux directeurs aussi loin dans le futur ”

Jerome Powell en conférence de presse

À VENIR CETTE SEMAINE

Etats-Unis	PMI de mars Conso et revenu de février
Zone euro	PMI de mars
Japon	PMI de mars
Royaume-Uni	PMI de mars

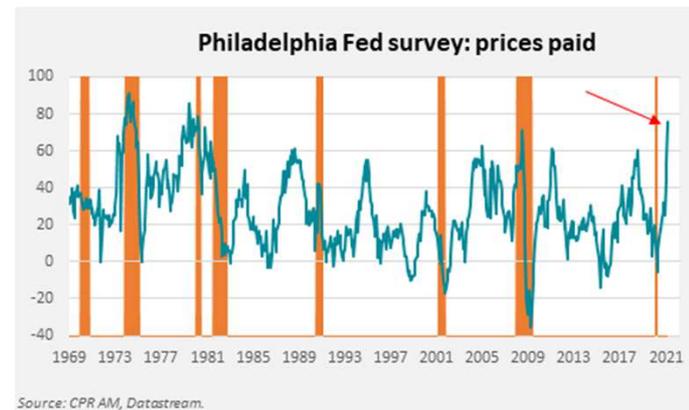
NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 25.02.21





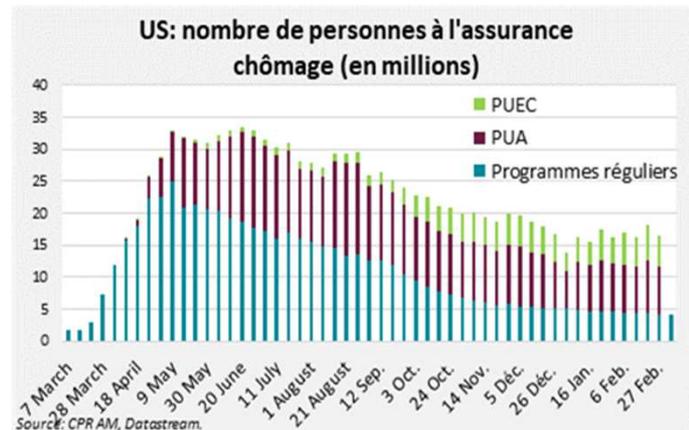
ENQUETES

- L'enquête Empire Manufacturing (industrie dans l'Etat de NY) rebondit au plus haut niveau depuis le début de la crise. Surtout, 64,4% des entreprises indiquent avoir constaté des hausses de prix par rapport au mois précédent, soit la part la plus élevée depuis 10 ans.
- L'enquête Business Leaders (services à NY) rebondit fortement en mars et revient sur son plus haut niveau depuis l'été. Notons que la composante « anticipations » atteint l'un de ses plus hauts niveaux depuis la création de l'enquête.
- Le NAHB (indicateur de confiance des promoteurs immobiliers) baisse un peu en mars mais reste largement supérieur aux niveaux des dernières décennies. Notons que la part des primo-accédants dans les ventes de logement continue à monter (43% en février 2021, contre 27% en avril 2018 ou 19% en février 2016).
- L'enquête Philadelphia Fed « explose » en mars ... et atteint son plus haut niveau depuis avril 1973... La composante « prix payés » est très élevée. Les entreprises sont nombreuses à constater des pénuries de main d'œuvre, des déséquilibres entre compétences souhaitées et celles proposées. L'industrie revient fort.



MARCHE DU TRAVAIL

Les inscriptions au programme régulier d'assurance chômage remontent très légèrement la semaine dernière (746 000 en non ajusté) mais ces niveaux restent proches des plus bas depuis le début de la pandémie. Mais la très bonne nouvelle ici concerne les séries, certes très volatiles, du stock de personnes inscrites aux programmes exceptionnels PUA et PEUC, qui baissent très massivement. **Le stock total de personnes à l'assurance chômage a baissé de près de 2 millions entre la semaine du 20 février et celle du 27 février...** Evidemment, c'est à confirmer sur les semaines qui suivront, mais cela peut indiquer un retour fort de l'emploi dans les secteurs les plus sinistrés.



PRODUCTION INDUSTRIELLE

La production industrielle chute de 2,2% en février après avoir monté sur 8 des 9 derniers mois. La Fed précise dans la publication des chiffres que cette baisse s'explique en large part par la vague de froid qui a eu lieu dans le sud du pays. La production dans le secteur minier chute en effet de 5,4% sur le mois (le taux d'utilisation des capacités dans ce secteur retombe à des niveaux non observés depuis le printemps).





ZONE EURO

ENQUETES CONJONCTURE

En Allemagne, l'indicateur Zew de sentiment économique progresse à nouveau en mars, + 5,4 points à 76,6 points et l'évaluation de la situation actuelle augmente également (+6,2) à -61 points.

Les répondants à l'enquête sont optimistes, ils attendent un rebond global de l'économie allemande et ils anticipent que 70% de la population se sera vue proposer un vaccin à l'automne. Ils attendent également une hausse de l'inflation et des taux longs.

Pour la zone euro, l'indicateur Zew est également en hausse à 74,0 points (+4,4) en mars et l'estimation de la situation présente aussi à -69,8 points (+4,8).

Les anticipations d'inflation ont cru de 8,8 points pour la zone euro et de 7,5 points pour l'Allemagne. 80% des répondants attendent une hausse de l'inflation à horizon 6 mois.



COMMERCE INTERNATIONAL

Les échanges intra-zone ont dépassé leur niveau pré-pandémie

En janvier 2021, les exportations de la zone euro ont diminué de 2,8% et les importations de 1,3% par rapport à décembre 2020. La balance commerciale baisse de 27,5 Mds € à 24,2 Mds en données cvs. Quasiment tous les pays ont connu des baisses de leur exportations hors UE mais celles-ci ont été plus marquées pour Chypre et la Bulgarie. Le commerce avec le Royaume-Uni a été très perturbé par la mise en place de contrôles douaniers, les exportations vers le RU chutant de 31,9 % sur le mois et les importations en provenance du RU de 57,5%.

Sur un an, les importations sont en recul de 14,1% et les exportations de 11,4%.

A l'inverse, le commerce intra zone euro a continué à progresser sur le mois, atteignant 168,3 Mds € (+4,9%) et dépassant ainsi son niveau de février 2020 (165,0 Mds €).



ROYAUME-UNI

La Banque d'Angleterre temporeuse ...

Le Comité de politique monétaire a voté à l'unanimité pour maintenir le Bank rate à 0,1% et le montant total du programme d'achat d'actifs à 895 Mds £ (875 de titres d'Etat + 20 de titres corporate).

Depuis le comité de février, il note que si les taux ont monté et le taux de change effectif de la livre s'est apprécié, les conditions de crédit hypothécaires se sont quant à elles assouplies, laissant les conditions financières globalement inchangées. Il prend acte de l'amélioration des conditions sanitaires et des perspectives de croissance mais rappelle que la hausse récente de l'inflation est liée à un facteur temporaire, la fin d'effets de base très négatifs sur les prix de l'énergie et que la situation sur le marché du travail est probablement plus dégradée que ne le laisse penser le taux de chômage à 5,1%. Il estime qu'il reste encore de nombreuses « capacités inutilisées » et que l'évolution de l'offre et de la demande demeure très incertaine dans la phase de reprise.

« Le Comité n'a pas l'intention de resserrer la politique monétaire au moins tant qu'il n'y aura pas de preuve claire que des progrès significatifs ont été accomplis pour éliminer les capacités inutilisées et atteindre durablement l'objectif d'inflation de 2%. »



JAPON

COMMERCE EXTÉRIEUR

Toujours des données de commerce extérieur perturbées par le Nouvel An lunaire...

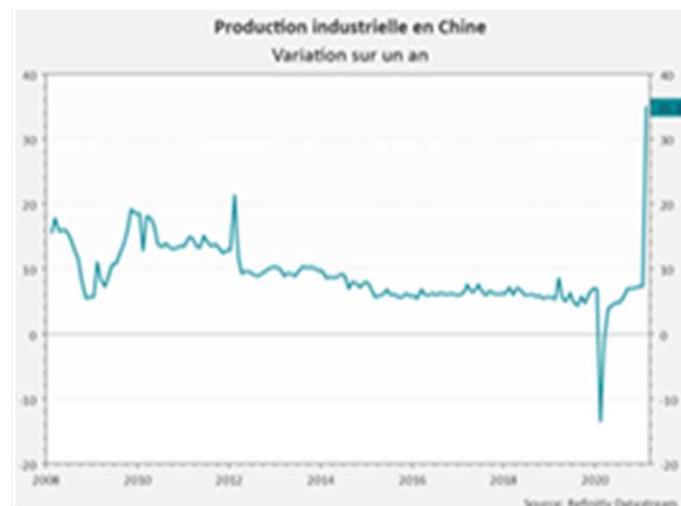
En février, les exportations reculent de 4,3% en volume sur un an après +5,3% en janvier. C'est vraisemblablement la date du nouvel an lunaire qui occasionne ces évolutions fortes. Au-delà de ces bruits statistiques, les exportations restent soutenues vers la Chine mais ralentissent nettement vers les Etats-Unis et vers l'Europe. En revanche, les importations accélèrent nettement, de 22% sur un an après -4,3% en janvier.



CHINE

CHIFFRES D'ACTIVITÉ DE JANVIER ET FÉVRIER

- La production industrielle progresse de 35,1% pour les deux premiers mois de l'année, sur un an. Il faut évidemment prendre en compte un effet de base extraordinaire... Selon le NBS, la progression sur le mois est de 0,68% après +0,65% en décembre. Très forte hausse de l'activité dans le ciment (+61,1% sur un an en janvier après +6,3% en décembre) dans l'acier (+23,6% après 12,8% en décembre) et dans la production électrique (+19,5% sur un an après +9,1%). L'activité dans les services continue de se redresser, avec un indice en hausse de 31,1% sur un an, de 14,1% par rapport à janvier-février 2019.
- L'investissement progresse de 35% sur un an en janvier-février. En moyenne sur 2 ans, il progresse de 1,7% selon le NBS. L'investissement en infrastructures progresse de 36,6%. Toutefois, selon le NBS il recule en moyenne de 1,6% sur 2 ans. L'investissement dans l'immobilier reste très soutenu, en hausse de 38,3% sur un an, en hausse de 7,6% en moyenne sur deux ans.
- Les ventes de détail progressent de 33,8% sur un an sur les deux premiers mois de l'année, après +4,6% en décembre. Elles augmentent de 6,4% par rapport à 2019. Les ventes sont en progression de 0,58% sur le mois de février. Les ventes d'automobiles accélèrent de 77,6% sur un an (après +6,4% en décembre). Les ventes en ligne de biens représentent 20,7% du total des ventes de détail de biens. Mais le taux de chômage progresse, de 5,2% à 5,4%.





RESERVE FEDERALE

- Le communiqué du FOMC est quasiment inchangé et aucun changement vis-à-vis de la politique : la seule exception est que la Fed a augmenté de 30 à 80 Mds \$ la limite par contrepartie pour les opérations de reverse repo ☐ la Fed a bien identifié les possibles problèmes pour les fonds monétaires liés à la contraction du marché T-bill et est prête à jouer un rôle d'emprunteur beaucoup plus significatif sur les marchés repo. Je pense que ça n'est qu'un premier pas sur ce sujet.
- Il est remarquable que les prévisions de croissance 2021 n'ont que « peu » été changées, en passant de 4,2 à 6,5%, ce qui implique un effet multiplicateur de 0,2 / 0,25 pour le plan Biden (calculs forcément approximatifs). En conférence de presse, Powell l'a reconnu en disant que la Fed avait fait des « hypothèses très conservatrices ». L'un des passages intéressants de la conférence a été quand Powell a suggéré que la réaction de la Fed aurait sans doute été plus hawkish avec un plan d'infrastructures car un tel plan aurait relevé la croissance potentielle (et donc les taux neutres par ricochet...).
- CHIFFRES CONSTATES vs PREVISIONS : le très gros axe de communication de Powell a été d'insister de façon lourde et répétée sur le fait que seuls les chiffres constatés avaient de la valeur ('this is the real thing'), pas les prévisions.
- Sur les dots : les projections médianes en bougent pas, ce qui est cohérent avec ZERO hausse de fed funds avant 2024. Seuls 7 des 18 membres du FOMC voient une hausse de taux avant 2024 (4 en 2022 et 3 en 2023) ... et sur ce point, on comprend bien d'après les commentaires de Powell que les membres du Board sont parmi les doves. Powell a minoré la signification des dots 2023 : "the state of the economy in two or three years is highly uncertain and I wouldn't focus too much on the exact timing of a potential rate increase that far into the future"
- Powell a martelé qu'il fallait remplir 3 conditions pour une hausse de taux : 1) être proche du plein emploi, 2) une inflation à 2% de façon persistante (pas juste transitoire), 3) un dépassement pendant quelques temps d'une inflation à 2%.
- Sur la hausse des taux longs : les membres du FOMC ont l'air à l'aise avec le niveau des taux (« les conditions financières restent très accommodantes ») mais Powell a tout de même averti qu'ils ne souhaitent pas voir de hausse persistante et désordonnée des taux.
- Sur le ratio SLR : une décision sera annoncée dans les prochains jours.

Au final, la Fed dit ne croire que ce qu'elle voit... mais sait très bien que les chiffres vont être bons (Powell a même joué avec le feu sur la dernière question en disant « The strong data is ahead of us »). Cela calme le jeu pour un temps mais la Fed ne pourra pas rester sur cette communication après plusieurs bons jobs reports. Par ailleurs, ils donnent l'impression de placer des exigences élevées pour la hausse des taux directeurs mais pas du tout pour un éventuel tapering ☐ cela viserait à éviter la mauvaise communication de 2013 où on avait laissé comprendre aux marchés que tapering voulait nécessairement dire hausses de taux rapides.

BANQUE DU JAPON

La BOJ a maintenu comme attendu l'essentiel de sa politique monétaire inchangée, notamment en ce qui concerne le contrôle de la courbe des taux et sa forward guidance. Comme attendu également, les nouvelles informations sont venues de la Revue stratégique visant à évaluer l'efficacité de cette politique monétaire. Ainsi des amendements à la mise en œuvre de la politique monétaire japonaise ont été apportés :

- Elargissement de la bande de fluctuation autorisée du taux long 10 ans autour de 0 : elle passe de +/- 20bp à +/- 25 bp. En même temps, la BOJ a introduit un nouvel outil appelé opérations d'achat à taux fixe pendant des jours consécutifs, qui peut mieux plafonner les risques à la hausse des rendements. Attention toutefois à la perception de ce que veut faire la BOJ : M. Kuroda a indiqué lors de la conférence de presse : The BOJ didn't widen the yield target range as +/-25bps is the same as "about +/-10 bps".
- Les achats d'ETF porteront uniquement sur ceux indexés sur le TOPIX, les achats d'ETF sur le Nikkei225 sont abandonnés. Les montants annuels d'achats d'ETF de 6000 mds de yens et de J-REITS de 90 mds de yens sont abandonnés. Les achats d'ETF ne pourront pas dépasser 12 000 mds de yens et ceux de J-REITS de 180 mds de yens. Ces plafonds initialement introduits au moment de la crise covid sont pérennisés. Mais les achats ne seront plus systématiques et n'interviendront qu'en cas de turbulences...
- La BOJ crée également un nouveau système appelé « régime d'intérêt pour promouvoir les prêts », en vertu duquel des taux d'intérêt (positifs), liés au taux directeur à court terme, seront appliqués aux soldes des comptes courants des institutions financières. Ce régime sera adopté lorsque la BOJ décidera de réduire à l'avenir les taux d'intérêt à court et à long terme, en vue d'atténuer les effets négatifs potentiels sur le fonctionnement de l'intermédiation financière. Le but de la BOJ est vraisemblablement de pouvoir à nouveau introduire la possibilité technique d'une nouvelle baisse de taux directeur, alors que les marchés pensaient que le plancher était atteint, compte tenu des effets négatifs sur le système bancaire.

INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
22 avril	BCE
27 avril	BOJ
28 avril	FED
6 mai	BOE

Dates	Actualités
23 mars	Hongrie (0,60%) statu quo attendu
24 mars	Tchéquie (0,25%) statu quo attendu Thaïlande (0,50%) statu quo attendu
25 mars	Mexique (4,00%) statu quo attendu Afrique du sud (3,50%) statu quo attendu Philippines (2,00%) statu quo attendu
26 mars	Colombie (1,75%) statu quo attendu

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
22 mars	Etats-Unis	Ventes de maisons anciennes de février
23 mars	Royaume-Uni	Rapport sur l'emploi de février
	Etats-Unis	Ventes de logements neufs de février Philadelphie Fed non manufacturier de mars
24 mars	Japon	PMI flash de mars
	Royaume-Uni	Inflation de février PMI flash de mars
	Zone euro	Confiance des consommateurs de mars PMI flash de mars
	Etats-Unis	Commandes de biens durables de février PMI flash de mars
25 mars	Zone euro	M3 et les crédits de février
	France	Enquête INSEE de mars
	Etats-Unis	PIB 4T20 final
26 mars	Allemagne	Enquête IFO de mars
	Japon	Inflation de Tokyo de mars
	Etats-Unis	Dépenses et revenus de février Confiance des consommateurs du Michigan de mars

INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	19/03/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
Nasdaq	12 867	-0,54%	-6,08%	-0,17%	79,33%	87,43%
SP 500	3 913	-0,77%	-0,46%	4,18%	63,18%	44,24%
Eurostoxx 50	3 837	0,10%	3,71%	8,00%	60,83%	13,03%
Nikkei	29 792	0,25%	-1,65%	8,56%	78,11%	38,69%
MSCI Emergents	1 337	-0,84%	-7,48%	3,53%	69,69%	11,07%
MSCI Emergents- LATAM	464	1,78%	-2,29%	-3,58%	62,85%	-15,07%
MSCI Emergents Asie	787	-0,98%	-8,94%	4,04%	75,53%	29,30%
FTSE 100	6 709	-0,78%	-0,03%	3,84%	32,05%	-4,75%

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

Matières premières	19/03/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	60,01	-8,54%	-1,82%	24,30%	137,95%	-3,23%
Pétrole (Brent)	64,79	-6,53%	0,56%	24,86%	140,59%	-2,31%
Or	1740,01	1,71%	-1,70%	-8,31%	17,96%	31,90%
Cuivre	9072,50	-0,34%	7,96%	17,08%	88,22%	33,04%

Niveaux de Volatilité	19/03/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
VIX	20,95	20,69	21,50	22,75	72,00	19,02
VSTOXX	18,40	18,71	21,83	23,37	78,35	16,50

Niveaux de taux	19/03/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
10 ans US	1,73	0,10	0,43	0,82	0,47	-1,11
10 ans Allemagne	-0,29	0,00	0,07	0,28	-0,06	-0,86
10 ans France	-0,05	0,01	0,08	0,30	-0,41	-0,88
10 ans Espagne	0,35	0,02	0,06	0,30	-0,88	-0,98
10 ans Italie	0,67	0,04	0,09	0,15	-1,82	-1,29
10 ans Japon	0,12	0,00	0,02	0,10	0,06	0,08

Devises	19/03/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
EUR/USD	1,19	-0,42%	-1,11%	-2,55%	9,06%	-3,49%
USD/JPY	108,89	-0,12%	2,85%	5,45%	0,75%	2,63%
EUR/GBP	0,86	-0,05%	-1,27%	-3,93%	-8,70%	-2,44%
USD/GBP	0,72	0,38%	-0,15%	-1,42%	-16,28%	1,10%

Breakeven inflation	19/03/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
5 ans US	2,51	0,01	0,14	0,41	2,32	0,28
10 ans US	2,45	0,05	0,04	0,26	1,76	0,13
5 ans EUR	1,35	-0,03	0,19	0,35	1,20	0,00
10 ans EUR	1,41	-0,01	0,16	0,29	0,90	-0,09