

LA SEMAINE EN BREF DU 17/06/19 AU 21/06/19

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, le ralentissement de l'industrie se poursuit. Le PMI manufacturier atteint un plus bas de près de 10 ans (50,1) et les autres enquêtes sur le secteur sont très pessimistes. Malgré les inquiétudes, on n'observe pas de retournement sur le marché du travail à partir des nouvelles inscriptions au chômage.

DANS LA ZONE EURO, les PMI montrent que l'activité se reprend pour les pays du cœur, pas pour les pays périphériques. Par ailleurs, les salaires ont progressé au rythme le plus élevé depuis 2010 au T1 mais des signes de ralentissement du marché du travail semblent apparaître.

AU JAPON, les publications sont décevantes. Le PMI manufacturier baisse à nouveau en juin (49,5), l'inflation faiblit et la balance commerciale se dégrade dans un contexte de ralentissement des échanges commerciaux.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

La semaine a été marquée par l'actualité des banques centrales, qui ont renforcé les anticipations de baisses de taux de la part de la BCE et de la Fed. En effet, Mario Draghi a indiqué que la situation actuelle nécessiterait davantage de soutien monétaire « en l'absence d'amélioration ». La Fed, de son côté, a abandonné sa position « patiente » pour adopter un biais à l'assouplissement.

Ce changement de ton des banques centrales intervient alors que certains indicateurs d'anticipations d'inflation de marché ont très nettement chuté ces dernières semaines (ce qui n'est pas réellement le cas des enquêtes).



LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

2,5%

Croissance des salaires en zone euro au T1 sur un an

“ It seems it is not easy to replace me ”

Jean-Claude Jucker, plaisantant sur les difficultés des leaders européens à s'accorder sur le prochain président de la Commission européenne.

À VENIR CETTE SEMAINE

- Zone euro : Inflation flash - juin
- Japon : Ventes au détail – mai; Production industrielle – mai; Chômage - mai

NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 21.05.19

Scénario CENTRAL

STABILISATION DE LA MACRO

45%

Scénario alternatif 1

RALENTISSEMENT GLOBAL DE LA MACRO

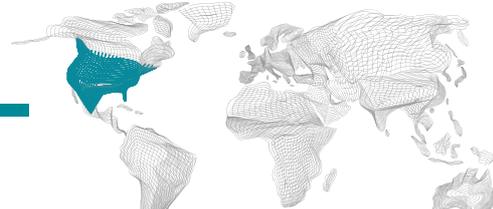
40%

Scénario alternatif 2

POURSUITE DE LA HAUSSE TECHNIQUE

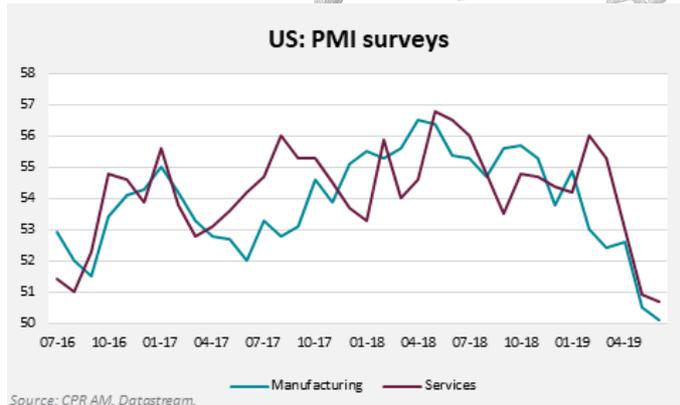
15%

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.



PMI

Les PMI baissent encore un peu plus. Le PMI manufacturier tombe à 50,1... un plus bas de près de 10 ans. Le PMI composite tombe à un plus bas de 40 mois. Dans les commentaires, on trouve l'idée que le coup de frein de l'activité manufacturière commence à affecter les services. Cela corrobore l'idée d'un ralentissement marqué de l'activité au T2/T3, dont l'origine se trouve dans les difficultés des entreprises industrielles.



IMMOBILIER

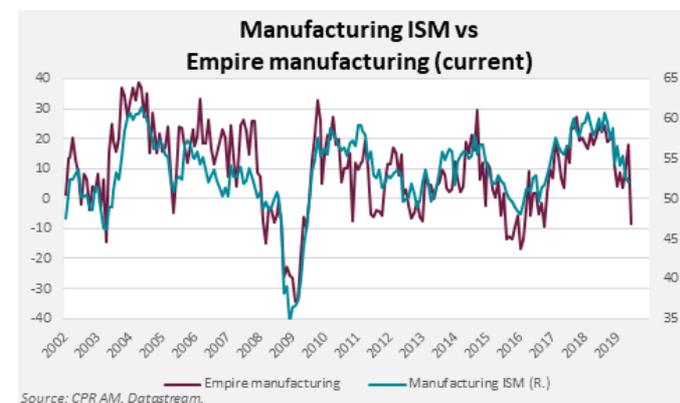
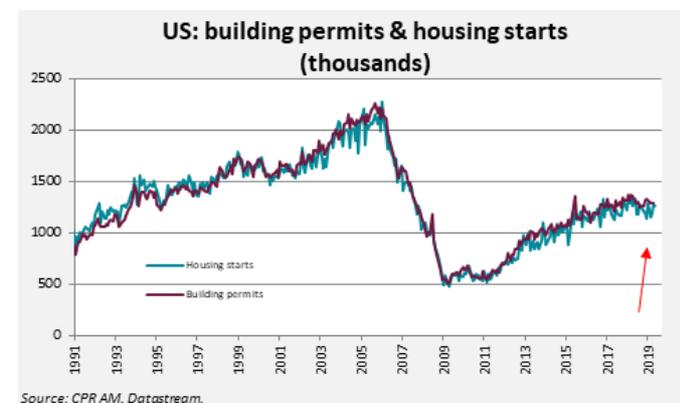
- **Les ventes de logement existants se stabilisent pour le mois de mai.** Nous avons désormais une batterie d'indicateurs montrant que la forte baisse des taux mortgage n'a permis que de stabiliser le marché immobilier.
- L'enquête NAHB de la confiance des promoteurs immobiliers baisse en juin, de 66 à 64.
- **Les permis de construire et les mises en chantier sont restées quasi-stables en mai.** Il n'y a pas réellement de tendance : la forte baisse des rendements immobiliers a permis d'enrayer le déclin qui avait été amorcé en 2018, mais pas plus.



MANUFACTURIER

L'enquête Empire Manufacturing baisse fortement. C'est tout simplement la plus forte baisse de cet indicateur depuis la création de l'enquête en 2001. Nous avons effectivement du mal à interpréter la bonne tenue de cette enquête alors que l'ISM manufacturier était en nette baisse.

L'indicateur des conditions dans l'industrie manufacturière s'est nettement dégradé en juin, revenant vers les niveaux d'avril. Cela dit, la composante « nouvelles commandes » tient bon.



EMPLOI

Les nouvelles inscriptions au chômage sont en légère baisse la semaine dernière et atteignent 216k. Dans le même temps, les inscriptions continues au chômage diminuent. On n'observe donc pas de retournement du marché du travail sur la base de ces statistiques.



ZONE EURO

PMI

Léger mieux pour les PMI mais ils ne laissent pas attendre une croissance supérieure à 0,2% au T2. Le PMI composite ressort à 52,1 en juin dans son estimation flash, en progression par rapport à son niveau de mai 51,8 et au plus haut depuis 7 mois. L'écart services- manufacturier s'accroît avec un PMI Services qui atteint 53,4 après 52,9 en mai tandis que le PMI manufacturier demeure en zone de contraction et proche de son niveau de mai, 47,8 vs 47,7. Markit précise que l'accélération de la croissance des nouvelles affaires dans les services a été contrebalancée par une nouvelle baisse marquée des nouvelles commandes dans l'industrie manufacturière. Les nouvelles affaires à l'export ont diminué en juin, mais dans une moindre ampleur qu'au cours des mois précédents. 16 ! **En France, le PMI composite a atteint 52,9 après 51,2 en mai**, il signale une accélération de l'activité dans le secteur manufacturier (52,0 après 50,6) comme dans celui des services (53,1 après 51,5). **En Allemagne, le PMI composite reste stable à 52,6**, l'activité dans le secteur manufacturier reste en zone de contraction (45,4 après 44,3) tandis qu'elle accélère dans les services (55,6 après 55,4). Selon Markit, les performances des deux premières économies de la zone euro se sont améliorées par rapport au début de l'année mais la croissance a marqué le pas dans les pays de la périphérie.

SALAIRES

Les coûts de la main d'œuvre ont progressé de 2,4% au 1^{er} trimestre 2019 par rapport au même trimestre de l'année dernière après +2,3% au 4^{ème} trimestre 2018. Ce sont surtout les salaires qui ont augmenté, avec une hausse de + 2,5% au 1^{er} trimestre 2019 par rapport au 1^{er} trimestre 2018 tandis que les coûts non salariaux ont progressé de 2,2%. Néanmoins, des signes de ralentissement du marché du travail commencent à apparaître ce qui ne laisse pas attendre une poursuite de la tendance.

BALANCE DES PAIEMENTS

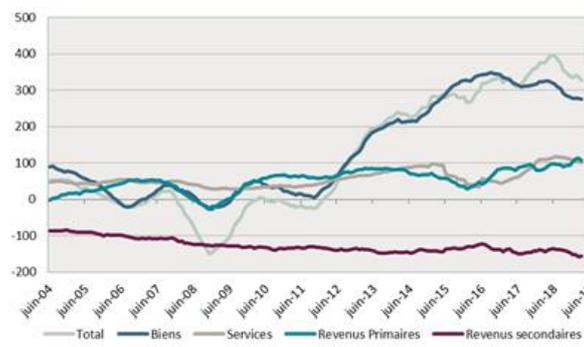
En avril 2019, le compte des transactions courantes de la zone euro a enregistré un excédent de 21 Mds d'euros après 25 Mds en mars 2019. Entre avril 2018 et avril 2019, l'excédent courant de la zone euro s'est réduit, passant de 3,4% du PIB de la zone à 2,7% à cause de la baisse des excédents au titre des biens et dans une moindre mesure des services.

Sur les investissements de portefeuille :

- Les résidents de la zone euro ont fortement réduit leurs acquisitions d'obligations étrangères à 86 mds d'euros sur 12 mois à fin avril 2019 contre 424 à fin avril 2018.
- Ils ont vendu pour 45 milliards d'euros d'actions étrangères sur les 12 derniers mois après des achats nets de 216 mds sur les 12 mois précédents.
- Les non-résidents ont ralenti leurs achats nets d'actions de la zone euro à 106 milliards sur 12 mois à fin avril 2019 contre 340 mds à fin avril 2018. Les flux d'investissement se sont inversés sur les obligations de la zone euro, passant de flux d'achats de 29 milliards à fin avril 2018 à des flux de ventes de 193 mds à fin avril 2019.

Par ailleurs, les exportations de la zone euro se sont nettement repliées en avril, baissant de 2,5% par rapport à mars 2019 (données cvs) tandis que les importations ont baissé de 0,9%. La balance commerciale s'est établie à 15,3 milliards d'euros en avril après 18,6 milliards en mars. Ces chiffres annulent l'amélioration observée au cours des 2 derniers mois. Le commerce intra-zone euro a également diminué (-0,8%) sur le mois.

Zone euro : Excédent courant sur un an glissant, en milliards d'euros



Source : Refinitiv, CPR AM



JAPON

BALANCE COMMERCIALE

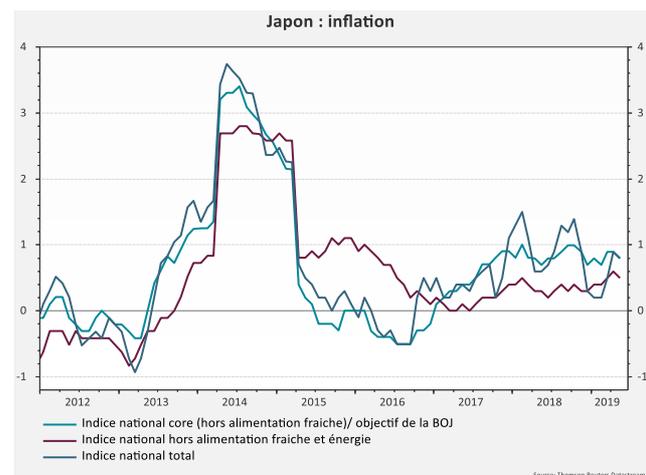
Toujours pas d'amélioration du côté des échanges commerciaux. Le solde commercial devient déficitaire en mai, de 967 mds de yens après un excédent de 56,8 mds en avril. Les exportations reculent de 7,7% en glissement annuel après -2,4% en avril. En volume, elles baissent encore plus, de 9% sur un an après -4,3% en avril. Les exportations de semi-conducteur continuent de chuter, de 26,6% sur un an en mai (après -15,4% en avril), ainsi que les exportations de circuits intégrés (-18,4% sur un an). Par destination, la baisse est maintenant généralisée : -9,4% pour les exportations vers la Chine, -1% (après +5,1%) vers les Etats-Unis et -7,1% sur un an vers l'Europe.

Les importations sont également en baisse de 1,5% sur un an en valeur, après +6,5% en avril. En volume elles reculent de 1,2% sur un an après +4,1% en avril. Ceci pourrait indiquer un essoufflement de la demande intérieure. Toutefois, les 10 jours de vacances fin avril début mai peuvent aussi être évoqué comme un élément explicatif de cette forte baisse des échanges.



INFLATION

L'inflation faiblit... L'inflation core japonaise (hors alimentation fraîche) ralentit en mai, à +0,8% en glissement annuel après +0,9% en avril. L'indice new core (hors alimentation fraîche et énergie) ralentit également, à +0,5% en glissement annuel. Le ralentissement des prix dans les hôtels restaurants, tour-opérateurs qui avaient accéléré en avril (en raison des 10 jours exceptionnels de vacances) explique une bonne partie du repli. L'indice global recule plus nettement, de 0,7% en glissement annuel en avril à 0,2% en mai.



PMI MANUFACTURIER

Encore une baisse du PMI manufacturier en juin ! L'indice manufacturier baisse de 49,8 en mai à 49,5 en juin. L'ensemble des composantes est orienté à la baisse à l'exception notable de celle de l'emploi en nette accélération d'après Markit. Nous relèverons en particulier la baisse des nouvelles commandes, tant domestiques qu'étrangères. C'est d'ailleurs la plus forte baisse depuis juin 2016, selon Markit. La faiblesse des ventes se traduit par une nette progression des stocks.

CHINE

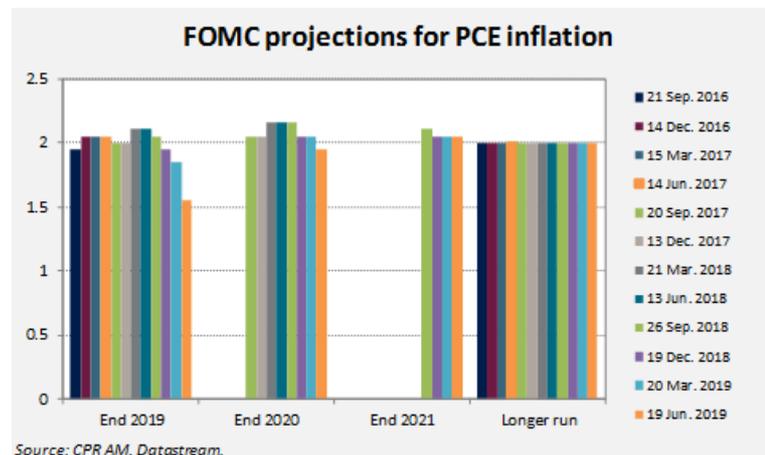
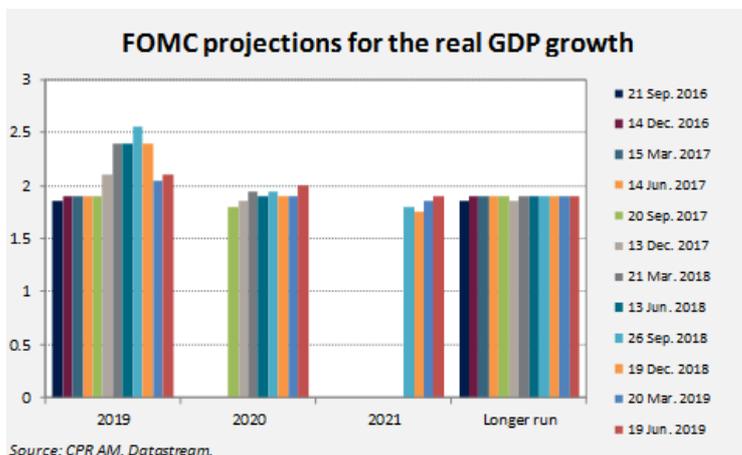
IMMOBILIER

Les prix de l'immobilier ont progressé en moyenne de 0,6% en mai, comme en avril, sur le marché du neuf, ce qui porte le glissement annuel à 10,5% (10,4% en avril). Sur celui de l'ancien, les prix seraient, selon des sources non officielles, en phase de ralentissement. Globalement les prix accélèrent plus dans les villes de taille modeste et ralentissent dans les très grandes villes.



RESERVE FEDERALE

- **Pas de baisse de taux lors de ce FOMC** (fed funds entre 2,25 et 2,50%) même si James Bullard (Fed de Saint-Louis) a voté en faveur d'une baisse de taux immédiate (c'est le premier vote « contre » de l'ère Powell). Le message global est que la Fed n'indique plus être « patiente » (qui était une façon d'exprimer un biais neutre) et qu'elle adopte un biais à l'assouplissement ("*The case for additional accomodation has strengthened*") mais c'est loin d'être le grand soir dovish que voyaient certaines banques d'investissement ("*There was not much support for cutting rates now, at this meeting*").
- **Dans les raisons évoquées pour le changement de biais, la faiblesse de l'inflation et les « contrecourants » (« crosscurrents ») :** comprendre ici la guerre commerciale, dont les effets commencent à se faire ressentir dans l'économie.
- **Les 'dots' médians indiquent une stabilité des fed funds en 2019, une baisse de 25 bps en 2020 et une hausse de 25 bps en 2021 (contre stabilité en 2019, une hausse de 25 bps en 2020 et stabilité en 2021 dans les 'dots' de mars).** Les projections médianes changent donc assez peu... Cependant, il s'en fallait de peu pour qu'elles indiquent une baisse de taux en 2019 (à un vote près), voire deux baisses de taux en 2019 (à deux votes près). D'ailleurs, Powell a expliqué en conférence de presse que plusieurs membres du FOMC ayant indiqué une stabilité des fed funds en 2019 considéraient que la probabilité d'une baisse de taux avait monté.
- **On peut aussi voir les 'dots' sous un autre angle :** même les membres les plus dovish ne projettent que deux baisses de taux maximum sur les 3 ans qui arrivent (contre trois baisses de taux pricées actuellement rien qu'en 2019...). La vision développée pour le moment n'est pas celle d'un « vrai » cycle de baisse de taux mais celle de « baisses de taux d'assurance » pour prolonger le cycle au maximum (c'est d'ailleurs la toute première chose que Powell a dite en conférence de presse).
- **A noter : depuis la création des 'dots' en 2012, jamais les 'dots' de juin n'ont eu tort de plus de 25 bps pour l'année en cours (après tout, il s'agit d'une projection à 6 mois dans ce cas).** Les 'dots' de juin pour l'année en cours ont eu raison en 2012, 2013, 2014, 2017 et 2018, ils étaient 25 bps au-dessus des fed funds de fin d'année en 2015 et 2016.
- Le communiqué prend note d'une dégradation des conditions économiques, d'une baisse des anticipations d'inflation mesurées par le marché mais il estime que les anticipations d'inflation mesurées via enquêtes sont stables (ce n'était pas évident).
- **Le seul changement notable dans les projections économiques concerne la prévision d'inflation 2019, nettement revue en baisse.** Autrement, les prévisions de croissance sont quasiment inchangées (voire très légèrement revues à la hausse) et les prévisions de chômage sont légèrement revues à la baisse.
- **Je maintiens qu'en l'état actuel des choses, le pricing des futures me paraît excessif...**





BANQUE CENTRALE EUROPEENNE

En répétant quasiment la même chose qu'en conférence de presse il y a deux semaines, Mario Draghi accrédite l'idée d'une baisse de taux. La principale différence est que Draghi disait en conférence de presse que la BCE pouvait baisser ses taux ou relancer le QE « *in case of adverse contingencies* » alors qu'il a dit ce matin que un « *stimulus additionnel serait requis en absence d'amélioration*. » La probabilité devient donc plus élevée. Il a notamment mentionné la possibilité d'ajuster le biais de la forward guidance (indiquer la possibilité de baisse de taux donc). De nouvelles baisses de taux ne se feraient pas sans mécanisme d'atténuation (type rémunération des réserves sur plusieurs niveaux). Draghi a aussi expliqué qu'il restait une place considérable pour du QE...

- **Pourquoi ce changement par rapport au Conseil des gouverneurs de juin ?** Il y a de bonnes chances que la chute libre du swap inflation 5 ans dans 5 ans soit ce qui effraie le Conseil. Par ailleurs, il est possible que Draghi cherche à forcer la main du reste du Conseil en créant l'anticipation de marché que la BCE agira ...
- **Quant au timing,** les 4 baisses du taux de dépôt en territoire négatif ont eu lieu lors de la publication de projections économiques (mars, juin, septembre et décembre), ce qui nous amènerait à septembre (avec modification de la forward guidance en juillet ?).

BANQUE DU JAPON

Réunion du conseil de politique monétaire de la BOJ : Statu quo

Les membres du conseil de la BOJ ont maintenu inchangé leur politique dans toutes ses composantes (taux courts négatifs, contrôle de la courbe des taux, achats de titres...). La forward guidance n'a pas non plus été modifiée : les taux resteront très bas au moins jusqu'au printemps 2020. L'appréciation sur l'économie japonaise n'a pas été modifiée : « *likely to continue on a moderate expanding trend* ». Mais l'accent est mis sur les risques extérieurs avec notamment les conséquences de la guerre commerciale sur l'économie japonaise, via notamment les exportations, en affectant les économies partenaires et la production industrielle. La BOJ mentionne également les politiques macroéconomiques américaines, et leurs impacts sur les marchés financiers, devant l'impact du protectionnisme sur les économies exportatrices, comme la Chine. Référence est faite aux ajustement sur le marché des biens High tec, pour finir sur l'impact du Brexit sur l'économie européenne et la géopolitique. Au total une appréciation de la BOJ qui fait curieusement peu de place aux faiblesses propres de l'économie japonaise, pour se concentrer sur les risques extérieurs. Conclusion : Face à l'assouplissement sémantique de la Fed, la BOJ ne modifie rien. L'impact sur le yen est immédiat ce dernier quotant autour de 107,60 contre dollar, soit un durcissement des conditions financières pour les entreprises notamment. Ceci pose également question pour les perspectives d'inflation, amplifiant la désinflation importée.

BANQUE D'ANGLETERRE

La Banque d'Angleterre maintient son taux directeur inchangé à 0,75% et revoit à la baisse ses prévisions de croissance pour le T2. Les données économiques récentes ont été mitigées et très volatiles : Les ventes au détail en volume ont baissé sur les 2 derniers mois et l'inflation est revenue à 2%. La Boe estime que les risques à la baisse sur la croissance ont augmenté : Les tensions commerciales se sont intensifiées et la probabilité d'un Brexit sans accord a augmenté. Après une croissance de +0,5% au 1^{er} trimestre, tirée en grande partie par des opérations de stockage en préparation du Brexit, le PIB devrait rester stable au 2^{ème} trimestre alors que dans ses prévisions de mai, la Boe estimait que le PIB progresserait de 0,2% au T2. Le rythme de croissance de l'économie britannique est désormais légèrement inférieur à son potentiel. L'inflation qui a atteint 2,0% en mai devrait baisser en dessous des 2% du fait du recul des prix du pétrole. L'inflation core est à 1,7% en mai, niveau légèrement inférieur aux niveaux compatibles avec l'atteinte de la cible d'inflation à moyen terme.

INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
31 juillet	Fed
25 juillet	BCE
30 juillet	BoJ
1 ^{er} août	BoE

Dates	Actualités
25 juin	Hongrie (0,90%), statu quo attendu
26 juin	République Tchèque (2,0%), statu quo attendu Nouvelle Zelande (1,50%), statu quo attendu Thaïlande (1,75%), statu quo attendu
27 juin	Mexique (8,25%), statu quo attendu

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
24 juin	Etats-Unis	Confiance des consommateurs en juin Indice immobilier Case Shiller en avril Ventes de nouvelles maisons en mai
	Allemagne	Enquête IFO en juin
25 juin	Etats-Unis	Biens durables en mai
	France	Climat des affaires en juin
26 juin	Etats-Unis	PIB 1T2019 3 ^e estimation
27 juin	Zone euro	Confiance des consommateurs en juin
	Japon	Ventes au détail en mai
28 juin	Etats-Unis	Sentiment des consommateurs en juin
	Zone euro	Inflation flash en juin
	Japon	Chômage en mai Production industrielle en mai Indice des prix à Tokyo en juin

INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	21/06/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
SP 500	2 950	2,20%	3,30%	17,70%	6,62%	41,63%
Eurostoxx 50	3 467	2,60%	2,37%	15,51%	0,79%	17,81%
Nikkei	21 259	0,67%	-0,12%	6,21%	-5,75%	33,16%
MSCI Emergents	1 053	3,76%	5,53%	9,07%	-3,66%	28,26%
MSCI Emergents- LATAM	542	4,55%	10,21%	14,01%	20,48%	44,93%
MSCI Emergents Asie	538	3,86%	4,98%	8,86%	-6,04%	39,01%
FTSE 100	7 408	0,84%	1,00%	10,10%	-2,88%	19,40%

Matières premières	21/06/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	57,35	9,30%	-6,63%	27,02%	-12,68%	16,09%
Pétrole (Brent)	65,34	4,98%	-8,15%	22,98%	-11,34%	29,39%
Or	1 393,47	3,21%	9,27%	8,75%	9,88%	8,41%
Cuivre	5 957,50	2,76%	1,08%	0,14%	-12,24%	28,58%

Niveaux de taux	21/06/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
10 ans US	2,07	-0,03	-0,33	-0,63	-0,86	0,40
10 ans Allemagne	-0,28	-0,03	-0,20	-0,53	-0,66	-0,34
10 ans France	0,05	-0,04	-0,26	-0,66	-0,66	-0,38
10 ans Espagne	0,44	-0,06	-0,43	-0,98	-0,81	-1,04
10 ans Italie	2,16	-0,16	-0,47	-0,61	-0,40	0,79
10 ans Japon	-0,16	-0,04	-0,11	-0,17	-0,20	-0,02

Breakeven inflation	21/06/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
5 ans US	1,86	0,17	-0,03	0,11	-0,45	0,26
10 ans US	1,96	0,11	-0,07	0,02	-0,41	0,22
5 ans EUR	1,02	0,14	-0,03	-0,05	-0,50	0,23
10 ans EUR	1,16	0,14	-0,03	-0,15	-0,46	0,10

Devises	21/06/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
EUR/USD	1,14	1,42%	1,93%	-0,89%	-1,76%	0,48%
USD/JPY	107,32	-1,15%	-2,75%	-2,06%	-2,76%	3,25%
EUR/GBP	0,89	0,22%	1,29%	-0,76%	1,57%	15,92%