

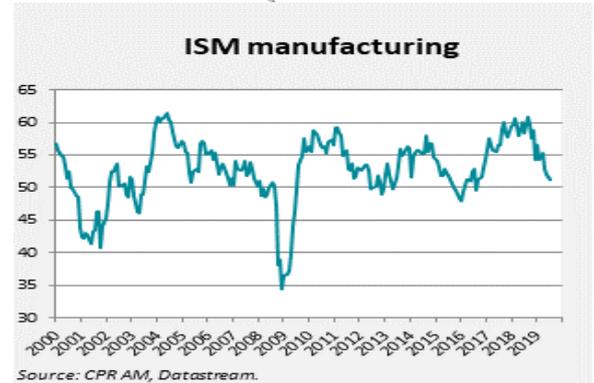




## ISM

L'ISM manufacturier est une nouvelle fois en baisse à 51,2, pour le 4<sup>ème</sup> mois consécutif. La composante « nouvelles commandes » est quasiment inchangée mais les composantes production et emploi baissent significativement.

Le PMI manufacturier calculé par Markit tombe au plus bas niveau (50,4 après 50,6 en juin) depuis 2009... La composante « emploi » est en contraction pour la première fois depuis juin 2013.



## CONSOMMATION, REVENUS, DÉFLATEUR

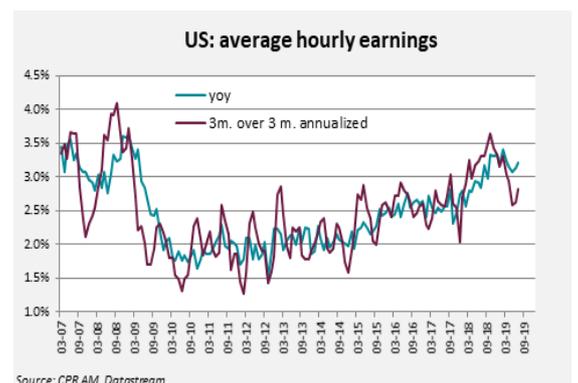
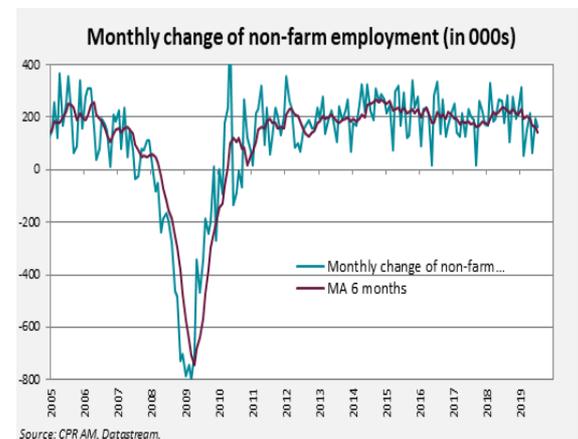
Les revenus des ménages progressent de 0,4% sur le mois de juin comme en mai. Le revenu disponible augmente également de 0,4% en juin après 0,3% en mai. Sur le même mois, les dépenses des ménages sont en hausse de 0,3% après 0,5% en mai. Le taux d'épargne s'établit à 8,1% en juin. Ces données ont également été affectées par la révision annuelle des comptes nationaux 2014-2018. Pour la seule année 2018, les revenus ont été revus en hausse, à hauteur de 86,2 mds \$ pour les revenus d'intérêt, de 75,7 mds pour les revenus de dividendes, et 67,2 pour les salaires. Sur l'année 2018, le taux d'épargne est revu de fait en hausse de 1 point à 7,7%.

L'indice du prix de la consommation privée (PCE) progresse de 0,1% sur le mois comme en mai. Sur un an il affiche une progression de 1,4% en juin inchangée par rapport à mai. Les prix des biens reculent de 0,6% sur un an (-0,4% en mai) alors que les prix des services progressent de 2,2% (2,2% en mai) Hors alimentation et énergie, la hausse mensuelle est de 0,2% en juin, ce qui porte le glissement annuel à 1,6% après 1,5% en mai.



## EMPLOI

Les créations d'emploi sortent parfaitement en ligne avec le consensus en juillet, à 164 000. Ce n'est évidemment pas un mauvais chiffre en soi mais la moyenne des créations d'emplois sur 6 mois (140 000) retombe à son plus bas niveau depuis près de 7 ans. Le ralentissement est donc bien là. Les salaires surprennent un peu à la hausse, à +3,2% en glissement annuel mais restent sur la moyenne des 12 derniers mois : pas d'accélération notable. Le taux de chômage reste bloqué à 3,7%. Notons que le nombre de détenteurs de plusieurs emplois continue à très fortement augmenter (+230 000), ce qui n'est pas nécessairement bon signe (en 2008, cela avait fortement augmenté...) car cela peut indiquer que des ménages doivent avoir recours à plusieurs emplois pour finir les fins de mois ... La part de détenteurs de plusieurs jobs dans l'emploi total passe à 5,3% et revient au plus haut depuis 2009. Par ailleurs, le nombre d'heures travaillées ne progresse plus (légère baisse en juillet), ce qui n'est pas bon signe non plus.





## ZONE EURO

### ENQUÊTES COMMISSION EUROPÉENNE

Le sentiment économique mesuré par la Commission européenne dans son enquête mensuelle baisse de 103,3 en juin à 102,7 en juillet, un plus bas de 40 mois, venant ainsi confirmer les enquêtes de conjoncture nationales et les PMI. La légère hausse de l'indice de confiance des ménages sur la période n'a pas permis de compenser la baisse de confiance dans l'industrie, la construction, les services et le commerce de détail. Pour la seule industrie, la confiance touche un plus bas depuis août 2013. Le ralentissement de l'activité en zone euro continue au début du 3<sup>ème</sup> trimestre.

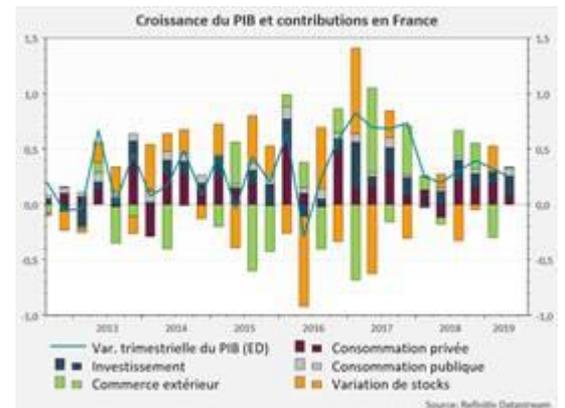


## CROISSANCE

La croissance décélère à nouveau, à +0,2% en trimestre sur trimestre au T2 (après +0,4% au T1). En glissement annuel, la croissance progresse de 1,1%, soit le rythme le plus faible depuis le T4 2013.



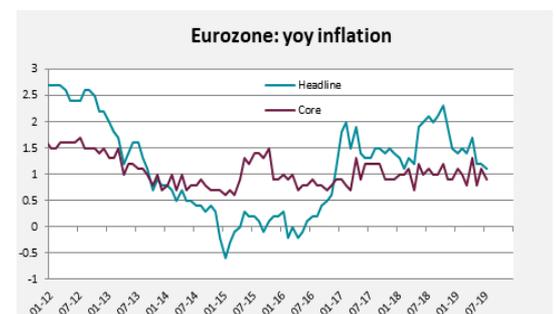
La croissance du PIB reste modeste au 2<sup>ème</sup> trimestre, avec +0,2% après +0,4% au T1. La croissance de la consommation des ménages ralentit (+0,2 % après +0,4 %), mais l'investissement accélère nettement (+0,9 % après +0,5 %), avec notamment une hausse de 1,2% de l'investissement des entreprises (+0,7% au T1). Au total, la demande intérieure finale hors stocks accélère légèrement : elle contribue à la croissance du PIB à hauteur de +0,4 point après +0,3 point au T1. Les importations marquent le pas (+0,1 % après +1,1 %) et les exportations progressent comme au trimestre précédent de +0,2 %. Au total, la contribution du solde extérieur est neutre sur la croissance du PIB après -0,3 point. Les variations de stocks pèsent à hauteur de -0,2 point après une contribution positive de 0,3 point. Au 30 juin l'acquis de croissance est de 1% pour 2019.



**Italie :** Le ministre de l'économie a indiqué que malgré la croissance nulle du PIB enregistrée au 2<sup>ème</sup> trimestre 2019 (après -0,1%), l'objectif du gouvernement d'une croissance annuelle du PIB à 0,2% (après 0,9% en 2018) était encore atteignable.

## INFLATION

L'inflation ralentit une nouvelle fois en juillet, à 1,1% en glissement annuel. L'inflation sous-jacente retombe à +0,9% et continue sa progression erratique et sans tendance (elle a été de 1% en moyenne sur les années 2017/2018/2019).

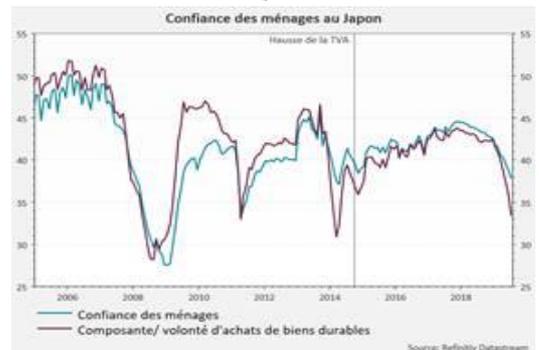




## JAPON

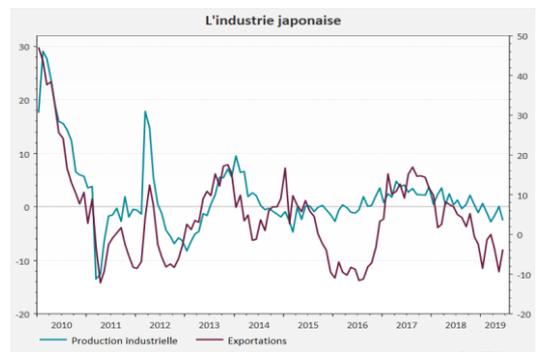
### Confiance des ménages et anticipations d'inflation

**La confiance des ménages continue de s'effondrer en juillet.** Elle atteint 37,8 après 38,7 en juin. La composante relative aux achats de biens durables baisse sensiblement, de 2,2 points ce qui pèse sur l'indice global. Cette catégorie avait aussi nettement ralenti 6 mois avant la dernière hausse de TVA. Les anticipations d'inflation à un an des ménages restent globalement inchangées par rapport à juin, sur un niveau relativement élevé



### PRODUCTION INDUSTRIELLE

**La production industrielle recule de 3,6% sur le mois de juin,** bien plus qu'attendu, après une hausse de 2% en mai. Sur un an, la production est en baisse de 4,1% (après -2,1%). Elle retrouve son niveau d'octobre 2016. Les livraisons sont en baisse de 3,3% et les stocks augmentent de 0,3% sur le mois, mais en niveau sont aussi hauts que début 2009 ! La qualification officielle de la production industrielle est maintenue inchangée : « fluctuates indecisively ». La production recule dans 13 des 15 secteurs sous revue ; les seules hausses d'activité sont dans la chimie et le pétrole. Le METI anticipe une baisse de 0,3% de la production pour juillet.



### POLITIQUE

**Le gouvernement japonais a pris la décision de retirer la Corée du Sud de la liste des pays qui bénéficient d'un contrôle minimal des exportations,** avec prise d'effet le 28 août. Le ministre de l'Industrie, Hiroshige Seko, a déclaré que le contrôle du commerce s'effectuait du point de vue de la sécurité nationale plutôt que comme une contre-mesure ; ce qui n'est évidemment pas l'interprétation coréenne !

## CHINE

### PMI

**La publication des PMI officiels pour le mois de juillet ne signale pas de grand retournement de la conjoncture.** Certes l'indice manufacturier progresse, de 49,4 en juin à 49,7, en juillet, mais il reste en zone de contraction de l'activité. Les éléments encourageants sont la progression de la composante production à 52,1 et celle plus modeste des nouvelles commandes à 49,8. La composante emploi et celles concernant le commerce extérieur s'améliorent également, mais la tendance au déstockage continue et les indices de prix progressent. Plus décevant, l'indice PMI non manufacturier recule en juillet, de 0,5 point, pour atteindre 53,7. La composante services recule comme celle de la construction. Dans ce contexte l'indice composite progresse très légèrement, de 53 en juin à 53,1 en juillet.



A l'image du PMI officiel, le PMI manufacturier publié par Caixin a progressé de 49,4 à 49,9 en juillet. Là encore les composantes production et nouvelles commandes repassent au-dessus de 50. Le mouvement de déstockage continue. L'indice des nouvelles commandes à l'export progresse. Selon Caixin, l'amélioration des conditions de marché et les nouvelles commandes expliquent le rebond de l'indice.

### POLITIQUE

**La réunion du PolitBuro centrée sur les problématiques économiques prévue cette semaine s'est conclue sur un communiqué dont la teneur semble plus accommodante même si aucune nouvelle mesure concrète n'est annoncée.** Le Politburo a reconnu que l'économie chinoise "est confrontée à de nouveaux risques et défis".



## RESERVE FEDERALE

Comme l'attendaient les marchés, le Fed a baissé sa fourchette de fed funds de 25 bps à 2/2,25%.

**Jerome Powell a donné trois raisons pour cela :**

- La montée des risques baissiers (guerre commerciale et ralentissement du commerce mondial)
- Contrebalancer les effets négatifs que ces facteurs ont déjà sur l'économie américaine
- La faiblesse de l'inflation

**Powell a essayé d'expliquer que la question de baisser de 25 ou 50 bps était à courte vue et qu'il fallait plutôt voir tout le chemin qui avait été parcouru depuis la fin de l'année 2018** et notamment comment le changement de ton de la Fed depuis cette période avait déjà fortement joué sur les anticipations (On peut lui donner raison sur ce point : fin novembre, les marchés anticipaient deux hausses de taux en 2019).

**Une baisse d'assurance et pas un vrai cycle de baisse.** Powell a expliqué à plusieurs reprises que cette baisse de taux et les possibles suivantes étaient un moyen de « s'assurer » contre les risques baissiers. Il a expliqué qu'il ne s'agissait pas d'un cycle complet de baisses de taux mais plutôt d'un ajustement de milieu de cycle (mid-term policy adjustment). Il a indiqué qu'on pouvait trouver des exemples de ce type de mouvements lors des cycles précédents, ce qui accrédite l'idée d'un ensemble de deux à trois baisses de taux au total sur ce mini-cycle. Et il n'a même pas fermé la porte à de possibles hausses de taux par la suite, même s'il a expliqué qu'il trouvait cela très peu probable pour le moment. Il a clairement éludé les questions sur le fait que les marchés anticipent davantage de baisses de taux, répondant à côté, et a même dit qu'il trouvait que la Fed avait effectué un bon travail de communication pour cette baisse de taux (?????).

**La petite surprise du FOMC a été la décision de précipiter l'arrêt de la politique de réduction de bilan**, qui aurait dû intervenir dans deux mois. Rappelons ici ce qu'il se passera à partir d'aujourd'hui :

- Les titres du Trésor détenus par la Fed arrivant à maturité seront totalement réinvestis en titres du Trésor.
- Les MBS détenus par la Fed arrivant à maturité seront réinvestis en titres du Trésor (dans une limite de 20 Mds par mois. Au-delà de ce montant, les réinvestissements se feront en MBS)

**Très concrètement, la Fed redevient dès maintenant acheteuse nette de titres du Trésor sur un rythme d'environ 200 Mds par an (QE infinity ?).**

**Globalement, un certain malaise était perceptible durant la conférence de presse.** Les questions des journalistes étaient parfois assez agressives et sarcastiques et Powell donnait l'impression d'être un peu perdu. Il était très hésitant, de très loin plus hésitant que ses prédécesseurs Bernanke et Yellen.... Le sentiment d'une grande confusion prédominait hier soir.

## BANQUE DU JAPON

Comme attendu la BOJ a laissé passer son tour !

L'ensemble des mesures de politique monétaire sont maintenues inchangées, de même que la forward guidance. Dans le communiqué toutefois le ton se veut plus accommodant. En effet, une phrase est ajoutée, traduisant les inquiétudes de la BOJ, et précisant que cette dernière pourrait être amenée à assouplir sa politique : « *in a situation where downside risks to economic activity and prices, mainly regarding developments in overseas economies, are significant, the Bank will not hesitate to take additional easing measures if there is a greater possibility that the momentum toward achieving the price stability target will be lost* ».

Pour la BOJ la croissance devrait se situer en moyenne autour de son potentiel, celui-ci étant évalué dans la fourchette 0,5 à 1% selon les méthodologies.

Concernant l'évolution des prix, la BOJ explique que les entreprises n'ont toujours pas changé de comportement et restent très prudentes en matière de fixation des prix et salaires de même que les ménages ont gardé des comportements profondément enracinés fondés sur l'hypothèse que les salaires et les prix ne vont pas augmenter. La BOJ rappelle que la hausse des prix vers les 2% de l'objectif dépendant de 3 facteurs essentiellement ; l'output gap, qui devrait rester positif, les anticipations d'inflation à moyen et long terme qui sont globalement stables, et les prix à l'importation qui ralentissent en raison des prix de l'énergie.

**Conclusion : La BOJ revoit très légèrement à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation, inquiète des différents risques intérieurs (TVA) et surtout extérieurs pesant sur l'économie japonaise. Elle adoucit son communiqué laissant la porte ouverte pour un nouvel assouplissement, mais laisse clairement la main à la Réserve fédérale cette fois-ci.**

# BANQUES CENTRALES (suite)

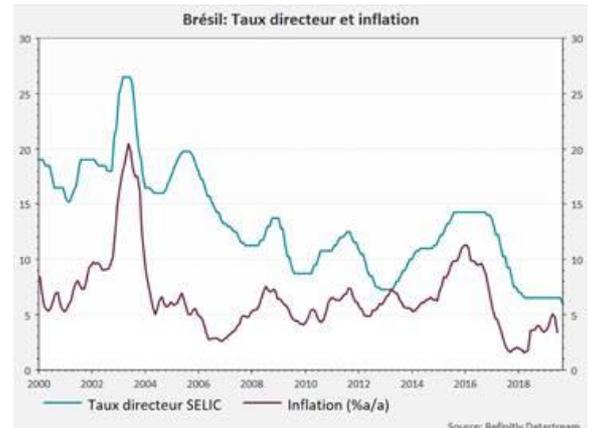


## Bank of England

La BoE maintient son taux directeur inchangé à 0,75% mais elle indique qu'elle aurait l'intention de le remonter dans l'éventualité d'un accord sur le Brexit et d'une légère amélioration de la croissance mondiale.

## BRESIL

La Banque centrale a abaissé de 50 bp son taux directeur, ramenant le SELIC à 6%, plus bas historique, comme cela était en partie attendu. Cette décision a été prise à l'unanimité. Dans son communiqué le COPOM reconnaît que la reprise économique cyclique est faible et que l'inflation core reste dans une fourchette confortable. La banque centrale salue les avancées en matière de réformes structurelles mais indique qu'il faut continuer pour renforcer la croissance et permettre une baisse du taux neutre. Le Copom indique que si le scénario central de la banque centrale se matérialise, notamment en matière de profil d'inflation (objectif à 4% pour 2020 puis 3,75% pour 2021), il sera possible d'abaisser à nouveau le taux directeur, mais il précise tout de même que tout dépendra également du rythme d'activité et de la balance des risques. En clair, la porte est ouverte mais selon le vent on peut la refermer.



# GUERRE COMMERCIALE

- Un jour après que Donald Trump a indiqué que la Chine voulait faire traîner les négociations afin de bénéficier d'une attitude supposée plus favorable de la part d'un possible président démocrate (il a aussi dit que la Chine n'arrêterait pas de changer les termes des négociations), les autorités chinoises ont expliqué que cela n'avait pas de sens de mettre la pression sur la Chine durant les négociations. **Steven Mnuchin et Lighthizer ont terminé leur visite à Pékin (ces discussions auraient été constructives mais aucune réelle avancée n'a été annoncée) et le prochain round de négociations devrait avoir lieu en septembre aux Etats-Unis.**
- **Donald Trump ré-initie la guerre commerciale en annonçant une hausse des droits de douane de 10 points sur les 300 Mds \$ d'importations de produits chinois à partir du 1<sup>er</sup> septembre.**
- **La principale explication de ce nouveau virage est que la réunion de débriefing des négociateurs américains revenant de Pékin (le secrétaire du Trésor Steven Mnuchin et le secrétaire au Commerce Robert Lighthizer) à la Maison blanche se serait très mal passée.** Trump aurait conclu qu'ils étaient revenus de Chine avec aucun résultat. *"When my people came home, they said 'we're talking, we have another meeting in early September. I said 'that's fine, but in the meantime, until such time as there's a deal, we'll be taxing them.'"* <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-08-01/trump-ruled-out-mnuchin-proposal-to-warn-china-of-new-tariffs>
- Dans son tweet, Trump reproche à la Chine de ne pas avoir tenu sa parole vis-à-vis des achats de produits agricoles alors que des sources chinoises indiquent que ces derniers ont eu lieu... Trump indique que les Etats-Unis ont hâte de continuer leur dialogue avec la Chine mais il est encore plus difficile aujourd'hui d'être optimiste sur une conclusion positive des négociations entre la Chine et les Etats-Unis.

# INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



## ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
12 septembre	BCE
18 septembre	FED
19 septembre	BOJ
19 septembre	BOE

Dates	Actualités
6 août	Australie (1,00%) statu quo attendu
7 août	Nouvelle-Zélande (1,50%) -25bp possible Inde (5,75%) -25bp possible Thaïlande (1,75%) statu quo attendu
8 août	Philippines (4,50%) -25bp possible Pérou (2,75%) statu quo attendu

## INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
5 août	Etats-Unis	ISM non manufacturier de juillet
6 août	Allemagne	Commandes à l'industrie de juin
	Japon	Salaires de juin
7 août	Chine	Réserves de change de juillet
	Allemagne	Production industrielle de juin
8 août	Chine	Balance commerciale de juillet
	Japon	Eco Wathers survey de juillet
9 août	Chine	Inflation de juillet
	Japon	PIB du 2T2019
	Royaume-Uni	PIB du 2T2019
	Etats-Unis	Prix à la production de juillet

## INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	02/08/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
SP 500	2 932	-3.10%	-2.13%	16.96%	4.22%	35.07%
Eurostoxx 50	3 376	-4.21%	-4.65%	12.48%	-3.79%	13.78%
Nikkei	21 087	-2.64%	-2.55%	5.36%	-7.30%	26.76%
MSCI Emergents	1 004	-4.28%	-5.27%	3.94%	-7.65%	13.73%
MSCI Emergents - LATAM	520	-3.42%	-3.60%	9.53%	5.30%	26.80%
MSCI Emergents Asie	517	-4.47%	-5.17%	4.60%	-7.47%	23.06%
FTSE 100	7 407	-1.88%	-2.66%	10.09%	-3.21%	10.65%

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

Breakeven inflation	02/08/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
5 ans US	1.74	-0.11	-0.01	-0.01	-0.57	0.27
10 ans US	1.87	-0.11	0.00	-0.07	-0.51	0.18
5 ans EUR	0.91	-0.12	0.03	-0.16	-0.50	0.21
10 ans EUR	1.06	-0.13	0.05	-0.25	-0.50	0.06

Niveaux de taux	02/08/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
10 ans US	1.86	-0.23	-0.10	-0.84	-1.15	0.36
10 ans Allemagne	-0.49	-0.11	-0.11	-0.74	-0.98	-0.40
10 ans France	-0.23	-0.11	-0.13	-0.94	-1.02	-0.36
10 ans Espagne	0.26	-0.13	0.04	-1.17	-1.22	-0.77
10 ans Italie	1.54	-0.03	-0.07	-1.23	-1.26	0.36
10 ans Japon	-0.17	-0.02	-0.01	-0.17	-0.29	-0.03

Devises	02/08/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
EUR/USD	1.11	-0.16%	-1.50%	-3.15%	-4.73%	-0.48%
USD/JPY	106.60	-1.91%	-1.15%	-2.72%	-4.59%	4.10%
EUR/GBP	0.91	1.70%	1.89%	1.66%	2.88%	7.89%
USD/GBP	0.82	1.87%	3.44%	4.97%	7.99%	8.41%

Matières premières	02/08/2019	1 semaine	1 mois	Début 2019	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	55.66	-0.96%	-2.83%	23.11%	-19.29%	38.94%
Pétrole (Brent)	62.07	-1.88%	-1.77%	16.83%	-15.26%	46.77%
Or	1 445.94	1.86%	1.79%	12.85%	19.09%	7.11%
Cuivre	5 703.75	-3.99%	-3.47%	-4.12%	-6.66%	17.16%
Blé	4.95	2.91%	-3.51%	-7.65%	-11.76%	26.60%
Soja	8.28	-3.61%	-3.38%	-0.72%	-2.82%	-14.99%
Sucre	12.74	0.08%	-3.19%	2.25%	13.85%	-32.63%
Café	136.50	0.18%	-5.37%	8.12%	1.87%	-17.40%