

LA SEMAINE EN BREF

DU 03/02/2020 AU 07/02/2020

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, Des nouvelles positives ! 225 000 créations d'emplois non-agricoles en janvier et des salaires qui ré-accélèrent (très) légèrement à 3,1%. Le taux de chômage remonte à 3,6% de la population active, le taux de participation progressant à 63,4% (plus haut de 6 ans et demi). L'ISM manufacturier rebondit fortement, en passant de 47,8 en décembre à 50,9 en janvier. Tout comme l'ISM manufacturier, l'ISM non-manufacturier progresse un peu en janvier, en passant de 54,9 à 55,5. La composante « activité » rebondit très fortement.

DANS LA ZONE EURO, le PMI composite de la zone euro est revu légèrement en hausse par rapport à l'estimation préliminaire : 51,3 après 50,9 malgré la révision à la baisse de l'indicateur pour la France (51,1 après 51,5). Pour l'ensemble de la Zone euro, hors carburant, la consommation reste solide.

AU JAPON, l'indice PMI des services souligne une amélioration de l'environnement. Pas de rebond des salaires en décembre. Les dépenses de ménages poursuivent leur recul en décembre.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

Les chiffres de production industrielle publiés au cours de la semaine sont particulièrement mauvais pour l'ensemble de la Zone euro. Les perspectives moins négatives des enquêtes PMI laissent moins entrevoir un rebond dans les carnets de commande qu'un optimisme face au vent chaud qui souffle sur les relations commerciales sino-américaines. Ainsi, la production dans l'industrie allemande se contracte à nouveau au 4^{ème} trimestre. Sur le mois de décembre, la production industrielle chute de 3,5% ce qui porte sa baisse à 6,8% sur un an glissant. Hors énergie, la baisse reste importante (-2,9%) et elle continue de toucher plus fortement les secteurs des biens d'équipement (-3,5%) et des biens intermédiaires (-2,6%). A noter que le recul des nouvelles commandes au secteur manufacturier s'aggrave en rythme annuel : il passe de -6,0% en novembre, à -8,7% en décembre. En France, la production manufacturière a fortement baissé, -2,6% en décembre 2019, et cette baisse touche l'ensemble des secteurs hormis l'alimentaire. La baisse de la production industrielle s'aggrave également en Italie en décembre : -4,3% en rythme annuel.

LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

50,9

ISM manufacturier aux Etats-Unis en janvier

« ... des mesures plus fortes et décisives pour enrayer résolument l'élan de la contagion »

Citation de Xi Jinping, au sujet de la réponse à apporter aux évolution du coronavirus

À VENIR CETTE SEMAINE

Etats-Unis	Ventes au détail - janvier
Zone euro	PIB – 4T2019
Chine	Inflation – janvier
Japon	Enquête Economic watchers - janvier

NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 22.01.20

Scénario CENTRAL

STABILISATION DE LA CROISSANCE

65%

Scénario alternatif 1

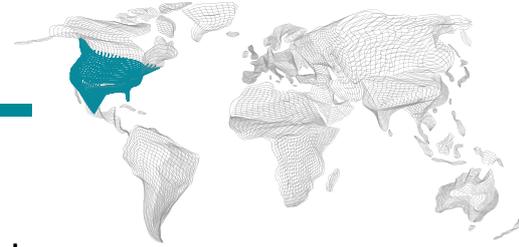
VIRAGE POLITIQUE AUX ETATS-UNIS

20%

Scénario alternatif 2

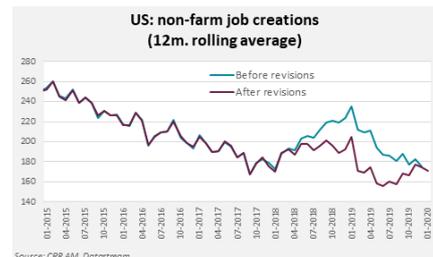
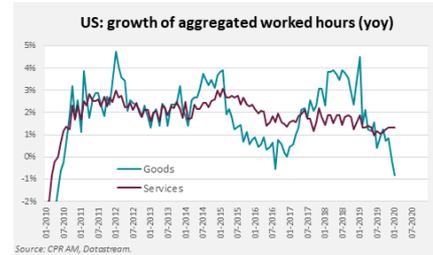
REBOND CYCLIQUE

15%



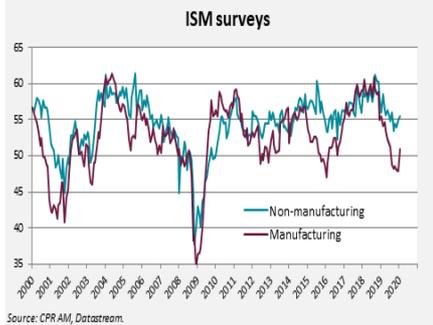
EMPLOI

Un bon job report ! 225 000 créations d'emplois non-agricoles en janvier et des salaires qui ré-accélèrent (très) légèrement à 3,1%. Le taux de chômage remonte à 3,6% de la population active, le taux de participation remontant à 63,4% (plus haut de 6 ans et demi). Autre bonne nouvelle : le nombre de détenteurs d'emplois multiples baisse sensiblement (à 5% de l'emploi). Les créations d'emplois dans la construction sont particulièrement bonnes à 44 000, ce que l'on peut attribuer d'une part au rebond du marché immobilier et à la météo favorable sur le mois de janvier (5^{ème} mois de janvier le plus chaud enregistré). Les créations d'emplois dans les restaurants restent très dynamiques, avec 24 000 créations en janvier. Il y a clairement des dynamiques opposées à l'œuvre puisque certains secteurs détruisent des emplois : le secteur manufacturier en détruit 12 000 en janvier (dont 9 500 pour les constructeurs automobiles) et le secteur de la vente de détail détruit 8 300 emplois. Au rayon des mauvaises nouvelles : le nombre d'heures travaillées baisse de 0,8% en glissement annuel dans le secteur manufacturier (plus bas depuis la crise de 2008/2009) et reste stable à +1% pour les services. Si la dynamique 3 mois sur 3 mois rassure pour les services, ce n'est pas du tout le cas pour le secteur manufacturier. De quoi rester humble : le BLS a incorporé dans ses séries les révisions annuelles de population et d'emploi et à décembre 2019, la population civile est revue à la baisse de 811 000, la population active de 524 000 et le niveau d'emploi de 507 000... Des révisions importantes ont été incorporées dans les séries de créations d'emplois pour l'année 2018, qui montrent que, contrairement aux premières estimations, il n'y a pas eu d'accélération des créations d'emploi en 2018... mais une simple stabilisation.



ENQUÊTES

L'ISM non-manufacturier progresse un peu en janvier, en passant de 54,9 à 55,5. La composante « activité » rebondit très fortement. La question qui se pose ici est la même que pour l'ISM manufacturier : s'agit-il d'un regain d'optimisme temporaire lié à la conclusion du Phase One Deal entre les Etats-Unis et la Chine en décembre ? ou s'agit-il d'un vrai point d'inflexion en ce qui concerne l'activité US ? Pour les 2 enquêtes, la composante « carnet de commandes » reste mal orientée, ce qui incite tout de même à la prudence. De plus un composite « nouvelles commandes » (80% non-manuf 20% manuf) resterait à des niveaux relativement faibles.



L'ISM manufacturier rebondit fortement, en passant de 47,8 en décembre à 50,9 en janvier. Plusieurs composantes rebondissent fortement, comme les composantes « production » et « nouvelles commandes ». L'ISM manufacturier repasse en zone d'expansion après 5 mois en territoire de contraction. Le fait que cette remontée brutale intervienne sur le mois qui suit la signature du Phase One Deal incite toutefois à la prudence, d'autant plus que seules 8 des 18 catégories d'industrie indiquent se trouver en territoire de croissance. **En revanche, le PMI manufacturier (qui était en territoire d'expansion) baisse en janvier (de 52,4 à 51,9) et indique un ralentissement de la croissance dans le secteur industriel...**



GUERRE COMMERCIALE

Dans le cadre du Phase One deal, la Chine a annoncé qu'elle baissait de moitié les surtaxes qu'elles avaient implémentées sur 75 Mds d'importations de produits américains à partir du 14 février. Pour rappel, les Etats-Unis avaient annoncé qu'ils baisseraient de moitié (de 15 à 7,5 points) les droits de douane sur 120 Mds \$ d'importations de produits chinois.

POLITIQUE INTERIEURE

Donald Trump a été acquitté par le Sénat dans son procès d'impeachment. Mitt Romney, ancien candidat à la présidentielle, est le seul républicain à avoir voté pour la destitution de Trump.



ZONE EURO

INDUSTRIE

Pas de stabilisation dans l'industrie allemande, qui se contracte à nouveau au 4^{ème} trimestre. Sur le mois de décembre, la production industrielle chute de 3,5% ce qui porte sa baisse à 6,8% sur un an glissant. Hors énergie, la baisse reste importante (-2,9%) et elle continue de toucher plus fortement les secteurs des biens d'équipement (-3,5%) et des biens intermédiaires (-2,6%). A noter, la chute de 8,7% de la production dans le secteur de la construction qui avait été jusqu'à présent épargné par les difficultés et qui pourrait être due à des facteurs plus temporaires. Néanmoins, ce mauvais chiffre couplé au repli des ventes au détail génèrent des anticipations de croissance très faibles pour le T4 voire légèrement négatives... L ce que confirme e recul des nouvelles commandes au secteur manufacturier, qui s'aggrave en rythme annuel : il passe de -6,0% en novembre, à -8,7% en décembre. Sur un an, à l'export comme pour le marché allemand, les commandes sont en recul d'environ 10% si l'on exclut les grandes commandes.

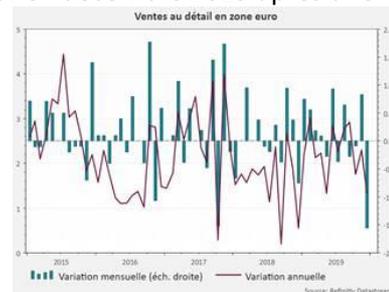
En France, la production manufacturière a fortement baissé, -2,6% en décembre 2019, et cette baisse touche l'ensemble des secteurs hormis l'alimentaire. Si la chute est particulièrement brutale dans le secteur de la cokéfaction-raffinage (-18,5%), une baisse de la production s'observe dans de nombreux autres secteurs (biens d'équipement, matériel de transport ...).

ENQUÊTES

Le PMI composite de la zone euro est revu légèrement en hausse par rapport à l'estimation préliminaire : 51,3 après 50,9 malgré la révision à la baisse de l'indicateur pour la France (51,1 après 51,5). La progression de l'activité ralentit en France et enregistre une forte progression en Allemagne. Dans les deux pays, les chefs d'entreprise ont signalé une augmentation des coûts de production, liée notamment aux coût du travail. Le PMI composite italien retrouve la zone d'expansion, à 50,4, après 49,3. Le PMI services a surpris à la hausse : il atteint 51,4, après 51,1 (production et nouvelles commandes en hausse pour le huitièmes mois consécutif). **Le PMI manufacturier rebondit en janvier passant de 46,2 en décembre à 48,9.** Les contractions des nouvelles commandes et des emplois sont nettement plus faibles. Cette stabilisation renforce l'optimisme des chefs d'entreprises qui atteint son niveau le plus élevé depuis mai 2018. **Le PMI services espagnol chute fortement en janvier, passant de 54,9 à 52,3, niveau le plus faible depuis fin 2013.** Les incertitudes politiques domestiques pèsent sur la confiance dans l'avenir des entreprises. L'indice composite ressort à 51,5 en janvier après 52,7 en décembre, baisse contenue par l'amélioration du PMI manufacturier, qui passe de 47,4 à 48,5. Les entreprises signalent la fragilité de la demande sous-jacente que ce soit domestique ou étrangère.

CONSOMMATION

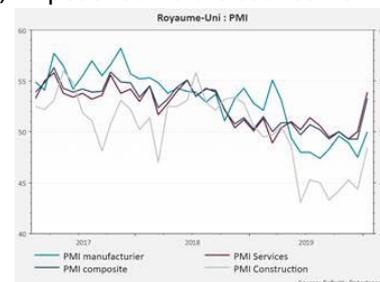
Hors carburant, la consommation reste solide. Les ventes au détail en volume se replient de 1,6% en décembre 2019 après une augmentation de 1,3% en novembre. La baisse du mois de décembre est assez générale, hormis pour les ventes par internet, et reflète une nouvelle saisonnalité liée au black-Friday. Sur un an glissant, la progression des ventes au détail ralentit à + 1,3% mais reste à un rythme nettement plus soutenu, +3,6% hors alimentaire et carburants. En effet, les ventes de carburants baissent de façon marquée (-1,4% sur le mois et -3,7% sur un an) ainsi que celles du secteur textile-habillement (-2,8% et -0,9%).



ROYAUME-UNI

Le budget, qui est attendu pour le 11 mars prochain, pourrait être plus compliqué que prévu à boucler si l'on se base sur les dernières hypothèses de croissance de la Banque d'Angleterre. Celles-ci sont nettement moins optimistes que celles de septembre dernier qui avaient servi à construire le manifeste du parti conservateur (projet de budget expansionniste). La BOE estime effectivement que la hausse des barrières commerciales, conséquence de la sortie de l'UE, va peser sur la croissance de la productivité. L'OBR dans son rapport de printemps définira ses propres prévisions de croissance qui seront peut-être moins pessimistes que celles de la BOE et laisseront plus de marges de manœuvre au gouvernement pour baisser à la fois certains impôts et augmenter les dépenses de santé et d'infrastructures.

Le Brexit booste le PMI services, qui est revu en nette hausse par rapport à l'estimation préliminaire du 24 janvier, passant de 52,9 à 53,9. Le rebond est très net après le niveau de 50 atteint en décembre. Le PMI composite est également revu en hausse de 52,4 à 53,3.





JAPON

ENQUÊTE

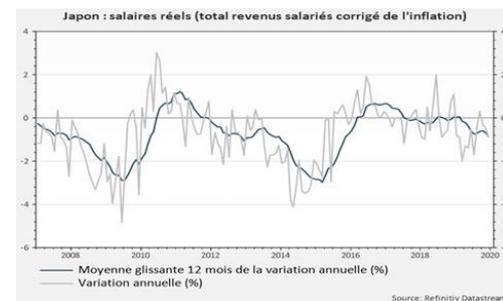
L'indice PMI des services souligne une amélioration de l'environnement. L'indice atteint 51 en janvier, après 49,4 en décembre, repassant ainsi en territoire positif, au-dessus de 50, signalant ainsi une croissance de l'activité.

Les conditions de demande s'améliorent. On notera notamment l'accélération des nouvelles commandes, avec une progression des nouveaux clients et des commandes à l'exportation. La dynamique de l'emploi explique une partie de l'amélioration ; l'emploi progresse sans discontinuer depuis janvier 2017. Malgré l'optimisme sur la croissance de leur activité, le degré de confiance des entreprises s'enfonce à un plus bas de 29 mois. Parmi les facteurs d'inquiétude on note évidemment le vieillissement de la population mais aussi la faiblesse globale des conditions économiques. Compte tenu de ce résultat, l'indice composite progresse de 48,6 en décembre à 50,1 en janvier.

MENAGES

Pas de rebond des salaires en décembre. Les salaires réels (salaires bonus et heures supplémentaires compris, corrigé de l'inflation) reculent de 0,9% sur un an. Le développement du travail à mi-temps fait reculer le salaire mensuel moyen par travailleur : sur l'année 2019, il se contracte par rapport à l'année précédente, à -0,3% (premier recul depuis six ans). Parallèlement, le salaire moyen des travailleurs à temps plein a augmenté de 0,3%. Le salaire de base moyen et les autres salaires réguliers ont chuté de 0,1%, tandis que le salaire des heures supplémentaires et les autres gains non prévus ont chuté de 0,8%. Les primes et autres indemnités spéciales ont baissé de 0,9%.

Les dépenses de ménages poursuivent leur recul en décembre. En décembre, selon le Bureau des statistiques, les dépenses des ménages ont baissé de 4,8% en décembre sur un an, après -2% en novembre. C'est bien supérieur aux prévisions. Sur un mois, les dépenses des ménages ont diminué de 1,7%, après une hausse de 2,6% en novembre. Hormis les dépenses en soins médicaux (+6%), toutes les catégories sont en baisse en glissement annuel.



CHINE

ENQUÊTES

L'indice PMI Caixin pour les services recule en janvier, à 51,8 après 53 en décembre, un niveau inférieur à sa moyenne de 2019 (52,5). Une partie des sous indices baisse mais on enregistre le rebond notable des nouvelles commandes à l'exportation. Il faut toutefois souligner que l'enquête a été réalisée sur la période du 13 au 22 janvier, à un moment où l'inquiétude sur le coronavirus n'en était qu'à ses débuts. Le ralentissement était plus lié au ralentissement traditionnel de début d'année à l'approche des fêtes du Nouvel An.

Le PMI manufacturier Caixin recule de 51,5 en décembre à 51,1 en janvier. Il reste sur un niveau relativement élevé au regard de sa moyenne de 2019. Comme pour la publication officielle, l'enquête a été réalisée avant l'extension des mesures de confinement pour lutter contre le coronavirus.

INDUSTRIE

Les profits industriels reculent de 6,3% sur un an en décembre (après +5,4% en novembre), entraînés par les secteurs de l'automobile, des utilities et des métaux non ferreux. En revanche ils progressent dans l'électronique, les ordinateurs...

RESERVES

Les réserves de change restent quasiment stables en janvier, à 3115 Mds\$ (elles sont quasiment inchangées depuis 4 ans).



Source: CPR AM, Datastream.

BANQUES CENTRALES



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Le bulletin mensuel de la BCE intègre plusieurs études dont une sur l'investissement et une autre sur les effets des politiques non conventionnelles sur le crédit aux entreprises.

- **Le ralentissement de l'investissement constitue la principale explication de la contraction du commerce mondial :**

En 2019, la croissance mondiale s'est affaiblie à cause du ralentissement de l'investissement qui a été un facteur clé de la forte baisse de la croissance du commerce mondial au premier semestre 2019. L'environnement de tensions commerciales croissantes entre les États-Unis et la Chine, de ralentissement de la demande chinoise, de tensions (géo-) politiques, du Brexit et de tensions idiosyncratiques dans plusieurs économies émergentes, est venu amplifier l'impact négatif de l'investissement.

Les enquêtes laissent attendre la poursuite de la dégradation de l'investissement avec une baisse dans le secteur manufacturier (-2%) et un ralentissement dans les services. Dans le secteur manufacturier, il existe de fortes divergences entre pays : l'investissement des entreprises devrait continuer à progresser en France et en Italie tandis qu'il se contracterait fortement en Allemagne et en Espagne.

- L'impact des mesures non-conventionnelles de la BCE sur l'octroi de crédit aux entreprises non financières par la BCE a été décisif depuis 2014. **Selon les estimations de la BCE, le rythme de croissance annuel des crédits aux entreprises aurait atteint en moyenne 2% sur les années 2015-2018 vs 4% réalisés si les mesures non conventionnelles n'avaient pas été mises en œuvre.** Les nouvelles opérations de TLTRO III vont permettre une baisse des taux de 0,15% et une contribution à la croissance annuel des prêts de 0,4%.

BANQUE POPULAIRE DE CHINE

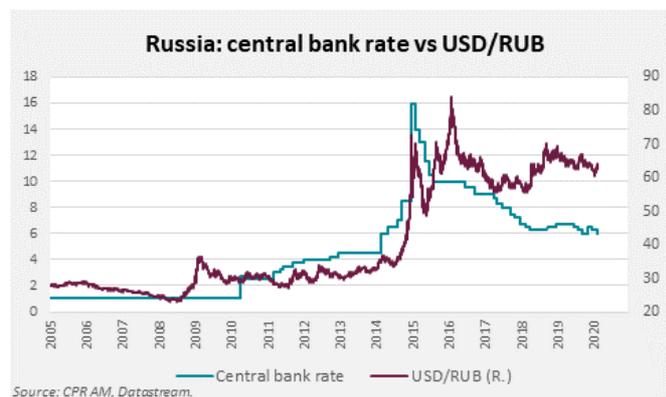
La PBOC prend des mesures dès la réouverture des marchés. Comme annoncé, la PBOC a réduit son taux de prise en pension à 7 jours de 2,50% à 2,40% et son taux de prise en pension à 14 jours de 2,65% à 2,55%. Ceci permet aux taux effectifs de passer sous les taux interbancaires. En fait, lorsque les taux de repo du marché tombent en dessous des taux de repo inversés de la PBOC, la banque centrale arrête ses injections d'open market et les conditions de liquidité se resserrent progressivement en conséquence. Le résultat est que les dernières réductions des PBOC permettront une baisse plus soutenue des taux interbancaires en réponse aux injections de PBOC, qui ont été intensifiées aujourd'hui. De nombreuses banques dépendent fortement du marché des pensions comme source de liquidité au jour le jour. Les taux de mise en pension sont donc essentiels pour déterminer les coûts de financement marginaux des banques. Les baisses des taux des facilités de crédit de la PBOC devraient également se traduire par un taux préférentiel de prêt (LPR) plus bas, la référence sur laquelle les nouveaux prêts bancaires sont désormais tarifés.

RUSSIE

La banque centrale baisse pour la 6^{ème} fois consécutive ses taux directeurs, de 6,25 à 6%, et indique que d'autres baisses de taux sont à venir en 2020.

BRESIL

La banque centrale a décidé à l'unanimité de baisser le taux Selic de 4,5% à 4,25% comme attendu par le consensus. Le Comité considère que les mesures d'inflation sous-jacentes sont à des niveaux compatibles avec la réalisation de l'objectif d'inflation à l'horizon de la politique monétaire et que la situation économique impose de maintenir un stimulus monétaire. Elle estime que les risques sur l'inflation vont dans les 2 sens : d'un côté le taux encore élevé de chômage pourrait conduire l'inflation à être inférieure aux attentes et de l'autre, le cycle d'assouplissement monétaire entamé en juillet 2019 pourrait conduire à une inflation supérieure aux attentes au cours des prochains mois. Le Conseil Monétaire national a fixé l'objectif d'inflation pour 2020 à 4% avec une bande de fluctuation allant de 2,5% à 5,5%.



INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
12 mars	BCE
18 mars	FED
19 mars	BOJ
26 mars	BOE

Dates	Actualités
12 février	Suède (0,00%), statu quo attendu Nouvelle-Zélande (1,0%), statu quo attendu
13 février	Pérou (2,25%), statu quo attendu Mexique (7,25%), -25 bp attendu

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
10 février	Chine	Indice des prix à la consommation (janvier)
	Japon	Enquête Economic watchers (janvier)
11 février	Royaume-Uni	PIB (4T)
	Etats-Unis	Enquête NFIB (janvier)
12 février	Zone euro	Production industrielle (décembre)
13 février	Etats-Unis	Indice des prix à la consommation (janvier)
14 février	Zone euro	PIB (4T)
		Emploi (4T)
	Etats-Unis	Balance commerciale (décembre)
		Confiance du Michigan, première estimation (février)
8-14 février	Chine	Ventes au détail (janvier)
		Production industrielle (janvier)
		Offre monétaire / TSF (janvier)

INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	07/02/2020	1 semaine	1 mois	Début 2020	1 an	3 ans
SP 500	3 328	3,17%	2,30%	3,00%	21,82%	45,15%
Eurostoxx 50	3 798	4,33%	0,69%	1,42%	18,23%	17,30%
Nikkei	23 828	2,68%	2,69%	0,72%	14,15%	25,56%
MSCI Emergents	1 092	2,76%	-1,78%	-2,06%	4,12%	18,27%
MSCI Emergents - LATAM	528	0,21%	-5,73%	-5,41%	-0,67%	18,63%
MSCI Emergents Asie	584	3,67%	-0,69%	-0,98%	9,51%	32,27%
FTSE 100	7 467	2,48%	-1,43%	-1,00%	4,09%	4,11%

Niveaux de taux	07/02/2020	1 semaine	1 mois	Début 2020	1 an	3 ans
10 ans US	1,58	0,06	-0,30	-0,33	-1,12	-0,84
10 ans Allemagne	-0,38	0,06	-0,12	-0,20	-0,55	-0,75
10 ans France	-0,13	0,05	-0,17	-0,26	-0,71	-1,28
10 ans Espagne	0,29	0,06	-0,14	-0,18	-0,97	-1,50
10 ans Italie	0,95	0,02	-0,46	-0,48	-1,89	-1,43
10 ans Japon	-0,04	0,03	-0,03	-0,02	-0,02	-0,14

Devises	07/02/2020	1 semaine	1 mois	Début 2020	1 an	3 ans
EUR/USD	1,09	-1,34%	-1,44%	-2,38%	-3,67%	1,81%
USD/JPY	109,74	1,24%	0,55%	1,02%	-0,21%	-1,80%
EUR/GBP	0,85	1,02%	0,14%	0,47%	-3,36%	-1,53%
USD/GBP	0,78	2,40%	1,61%	2,93%	0,32%	-3,28%

Devises	07/02/2020	1 semaine	1 mois	Début 2020	1 an	3 ans
EUR/USD	1,09	-1,34%	-1,44%	-2,38%	-3,67%	1,81%
USD/JPY	109,74	1,24%	0,55%	1,02%	-0,21%	-1,80%
EUR/GBP	0,85	1,02%	0,14%	0,47%	-3,36%	-1,53%
USD/GBP	0,78	2,40%	1,61%	2,93%	0,32%	-3,28%

Breakeven inflation	07/02/2020	1 semaine	1 mois	Début 2020	1 an	3 ans
5 ans US	1,67	0,02	-0,13	-0,17	-0,24	-0,52
10 ans US	1,84	0,01	-0,08	-0,14	-0,23	-0,45
5 ans EUR	0,98	0,01	-0,08	-0,09	-0,08	-0,31
10 ans EUR	1,12	0,01	-0,04	-0,06	-0,16	-0,38