

LA SEMAINE EN BREF

DU 07/06/21 AU 13/06/21

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, l'inflation surprend encore à la hausse et le nombre de postes ouverts est désormais à peu près équivalent au nombre de chômeurs.

DANS LA ZONE EURO, la contraction du PIB au 1^{er} trimestre 2021 s'avère moins sévère que précédemment évaluée grâce à la croissance de l'investissement et au commerce extérieur. L'emploi a baissé de 0,3% au 1^{er} trimestre. La BCE va maintenir un rythme élevé d'achats d'actifs au T3.

AU JAPON, la confiance des ménages est toujours affectée par la situation sanitaire mais les revenus salariaux progressent ce qui devrait soutenir la consommation dans les prochains mois.

EN CHINE, l'inflation reste faible en raison des prix de l'alimentation, mais les prix à la production atteignent +9% sur un an, traduisant l'accélération des coûts des matières premières et la contagion dans les chaînes de production.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

Aux Etats-Unis, l'inflation a une nouvelle fois surpris à la hausse en mai, à 5% pour l'inflation totale (4,2% en avril) et 3,8% pour l'inflation sous-jacente (3% en avril). L'inflation sous-jacente est à son plus haut niveau depuis 1992.

- **L'inflation totale est évidemment tirée à la hausse par les prix de l'essence** : le CPI energy est en hausse de 29% en glissement annuel (il faut remonter à 2008 pour trouver de tels niveaux) mais sera en léger ralentissement à partir du mois de juin (publié en juillet).
- **Le core CPI est surtout tiré par le prix des véhicules d'occasion** (+30% en glissement annuel), qui pourrait encore monter un peu s'il suit l'indice Manheim. Ici, le fait nouveau est que le prix des véhicules neufs se met à accélérer. Le prix de la location de voitures explose, lui aussi...
- **Si le core CPI est aussi un peu tiré par la régularisation des prix des billets d'avion et des nuits d'hôtel liée à la réouverture, d'autres phénomènes sont à l'œuvre**. Par exemple, les prix de l'alimentation hors domicile (restaurants) continuent à accélérer, ce qui est très vraisemblablement en lien avec les pénuries de main d'œuvre. On peut aussi mentionner le prix des machines à laver, en hausse de 26 % en glissement annuel, ou celui des articles de sport, en hausse de 7,5% en glissement annuel, au plus haut depuis le début des années 1980. Enfin, le prix des loyers dans le CPI repart à la hausse. Cela sera probablement l'un des principaux contributeurs au core CPI au S2 2021.

LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

+3,8%

Inflation sous-jacente en mai aux Etats-Unis

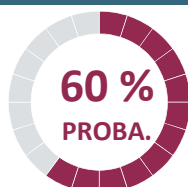
“ La BCE va *garder la main ferme* ”

Christine Lagarde, présidente de la BCE, à propos du rythme d'achats de titres dans le cadre du PEPP pour le 3^{ème} trimestre 2021

À VENIR CETTE SEMAINE

Etats-Unis	FOMC
Zone euro	Production industrielle d'avril
Japon	BOJ
Chine	Chiffres d'activité de mai

NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 21.05.21



CENTRAL

NORMALISATION GRADUELLE



ALTERNATIF

DURCISSEMENT DE LA COMMUNICATION DE LA FED



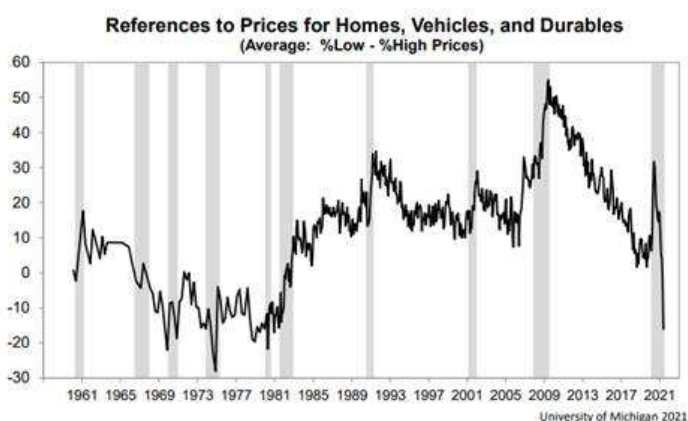
PLAN INFRASTRUCTURES

Les négociations bipartisanes (Biden/Capito) sont mortes, vivent les négociations bipartisanes (Biden/groupe bipartisan)

- **Les négociations entre Biden et les sénateurs républicains, représentés par Shelley Moore Capito, sont tombées à l'eau.** Biden va désormais privilégier les négociations avec un groupe de 20 sénateurs (10 républicains, 10 démocrates), qui comprend notamment Manchin, Sinema, Romney et Murkowski. Romney a déjà souligné que les hausses d'impôts ne seront pas acceptables pour lui. Par ailleurs, Biden a contacté directement Manchin et Sinema. Ce groupe de sénateurs devrait faire une proposition d'ici la fin de semaine. A la chambre des représentants, le « House Problem Solvers Caucus » (équivalent de ce groupe de sénateurs) a proposé hier soir un plan de **1200 Mds \$** d'infrastructures physiques sans avoir rien publié sur le financement
- **Biden a malgré tout contacté Schumer pour évoquer une procédure de réconciliation et ce qu'il faudrait retirer du projet initial pour que cela puisse passer via réconciliation.** De façon intéressante, Schumer dit : *"It may well be that part of the bill that will pass will be bipartisan, and part of it will be through reconciliation, but we're not going to sacrifice the bigness and boldness in this bill. We will just pursue two paths and at some point they will join"*

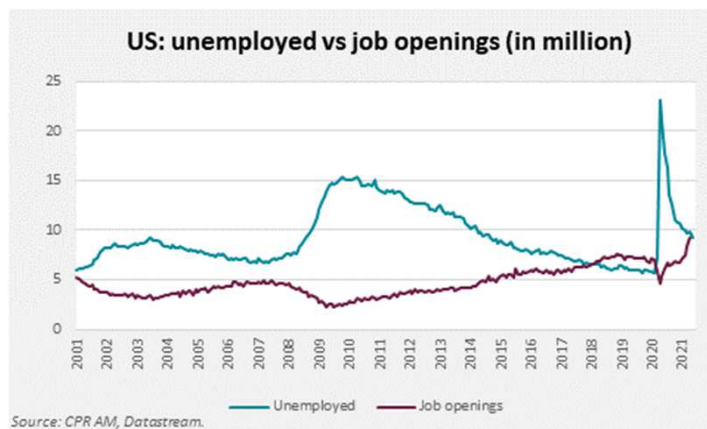
ENQUETES

L'indice de sentiment des consommateurs de l'Université du Michigan poursuit sa remontée tendancielle en juin. L'économiste en charge de l'enquête dit « La hausse de l'inflation reste l'un des sujets d'inquiétude des consommateurs, même si le taux d'inflation attendu a baissé début juin. » Cela dit, le solde de la part des consommateurs attendant hausses de prix pour l'immobilier, les voitures et les biens durables et de ceux qui attendent une baisse n'a pas été aussi élevé depuis 1982. La poussée inflationniste concerne avant tout le prix de ces biens-là. (et la Fed n'y est pas pour rien). Point intéressant : deux tiers des consommateurs s'attendent à des taux d'intérêt plus élevés sur l'année qui arrive.

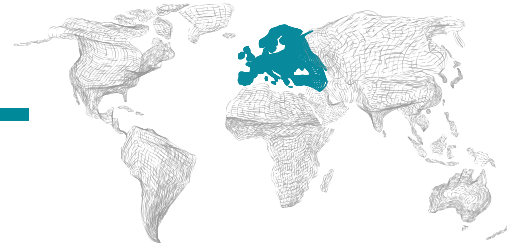


MARCHE DU TRAVAIL

- **Il y avait 9,2 millions de postes ouverts en avril, ce qui est de très loin le niveau le plus élevé jamais observé.** Il y a à peu de choses près autant de chômeurs que de postes ouverts... L'un des points intéressants est que les ouvertures de postes sont assez bien réparties selon les secteurs. Pour certains secteurs, c'est un peu comme si on reprenait le cycle là où il s'était arrêté à cause de la crise covid.
- **L'indice NFIB, de confiance des dirigeants de PME, sort quasiment stable en mai.** Notons que 48% des PME indiquent qu'elles ont au moins un poste qu'elles n'arrivent pas à pourvoir. La part des PME indiquant qu'elles augmentent leurs prix de vente ou qu'elles prévoient de le faire revient au plus haut niveau depuis la fin des années 1970...
- **Les nouvelles inscriptions à l'assurance chômage baissent une nouvelle fois à leur plus bas niveau depuis le début de la crise (367 000 la semaine dernière en non ajusté).** Le stock de personnes à l'assurance chômage (tous programmes confondus) continue à baisser sur une tendance de 200 000 personnes par semaine (15,3 millions de personnes lors de la semaine du 22 mai).



EUROPE



ZONE EURO

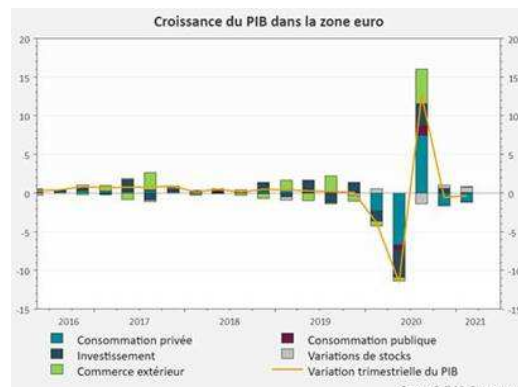
CROISSANCE

La contraction du PIB au 1er trimestre 2021 est revue de -0,6% à -0,3% en 3ème estimation. Les contributions à la croissance montrent une contribution très négative de la consommation des ménages (-1,2 point de pourcentage) tandis que l'investissement a apporté une contribution légèrement positive (+0,1%) comme le commerce extérieur (+0,1%) et les stocks (+0,7%). La consommation finale des administrations publiques n'a pas eu d'impact sur la croissance.

Le PIB reste 5,1% en dessous de son niveau du 4ème trimestre 2019.

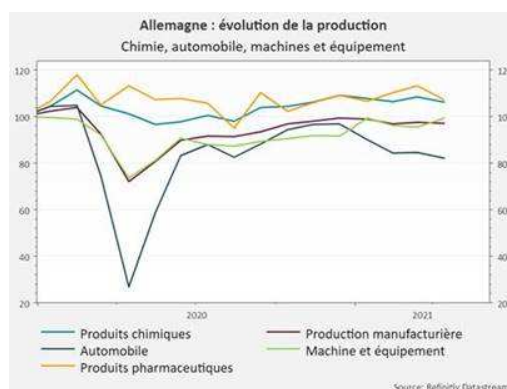
Le nombre de personnes en emploi a baissé de 0,3% au 1er trimestre 2021 par rapport au trimestre précédent après une hausse de 0,4% au T4 2020. Sur un an, il a baissé de 1,8%.

Le nombre d'heures travaillées a diminué de 0,8% sur le trimestre après -1,5% au T4 2020. Sur un an, le nombre d'heures travaillées a reculé de 3,4%.



INDUSTRIE

En Allemagne, les nouvelles commandes à l'industrie ont baissé de 0,2% en avril 2021 par rapport à mars 2021 mais la hausse du mois de mars est révisée de +3,0% à +3,9%. Sur un an, elles progressent de 78,9% du fait d'effets de base très importants. Par rapport à février 2020, les nouvelles commandes sont en hausse de 9,9%. **Quelques secteurs connaissent une très forte hausse de la demande**, c'est notamment le cas des équipements électroniques (+23,8% par rapport à février 2020), des machines et équipement (+14%) et du secteur automobile (11,4%).



La demande domestique est en baisse de 4,3% sur le mois d'avril tandis que celle en provenance de l'étranger accélère, progressant de 2,7% sur le mois. La demande hors zone euro est la plus dynamique, progressant de 3,8% sur le mois vs +0,7%.

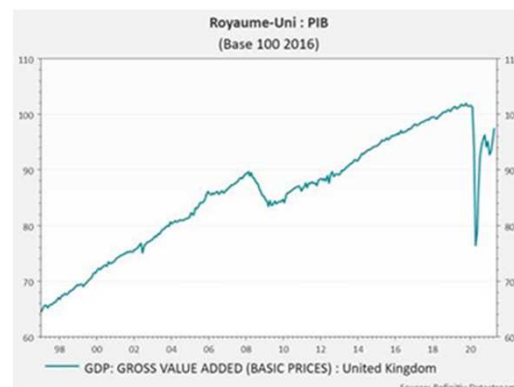
La production industrielle recule de 1,0% sur le mois d'avril par rapport à mars après +2,2% en mars. La production dans l'industrie est encore 5,6% en dessous de son niveau de février 2020. Le rebond de l'activité industrielle est freiné par la faiblesse de la production dans le secteur automobile qui est toujours inférieure de 21,7% à son niveau d'avant pandémie... La plupart des autres secteurs connaissent des niveaux d'activité très proches de ceux du début d'année 2020.

ROYAUME-UNI

La croissance du PIB est estimée à +2,3% sur le mois d'avril 2021, son rythme de progression le plus élevé depuis juillet 2020, grâce à la réouverture de l'économie. Sur les 3 derniers mois, le PIB a progressé de 1,5%. **A fin avril, le PIB n'est plus que 3,7% en dessous de son niveau de février 2020.**

L'activité dans les services a progressé de 3,4% sur le mois d'avril et les services avec interaction sociale ont vu leur activité bondir de 12,7% sur le mois. L'activité dans les services reste encore 4,1% en dessous de son niveau de février 2020.

Les ventes au détail ont bondi de 9,2% en avril 2021 dont +69,4% pour l'habillement et +25,3% pour les ventes non alimentaires hors habillement.



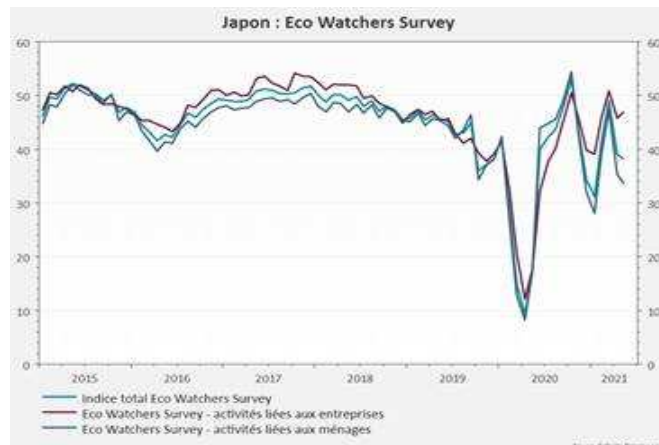
La production industrielle a baissé de 1,3% en avril 2021 du fait d'une chute de 15,0% de la production minière à cause d'opérations de maintenance dans les champs pétrolifères. Dans l'industrie manufacturière, la baisse de production n'est que marginale (-0,3%). Cependant, les tendances entre secteurs sont très divergentes, avec une hausse d'activité dans 8 des 13 secteurs sous revue mais une baisse d'activité de 16,0% dans la pharmacie et de 2,8% dans les matériels de transports. L'activité s'est contractée de 2,0% dans la construction après une forte hausse en mars (+5,8%).



JAPON

CONFIANCE

La confiance ne revient pas encore en mai. Si la composante entreprise progresse légèrement à 46,9 en mai après 45,8 en avril ce n'est pas le cas des activités sensibles aux ménages, avec un indice qui chute encore de 35,4 en avril à 33,5 en mai, beaucoup d'activités ayant des conditions d'exercice dégradées. Au total, l'indice des conditions actuelles d'activité recule encore de 39,1 en avril à 38,1 en mai. La situation sanitaire explique cette dégradation globale de la confiance. En revanche, les perspectives se redressent à 3 mois tirées par l'accélération de la vaccination.



CHINE

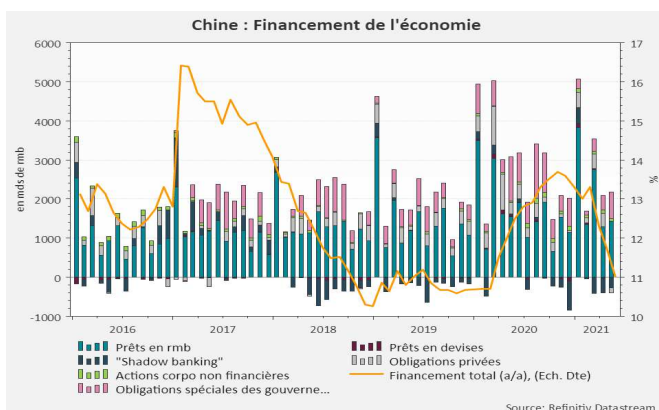
INFLATION

L'inflation reste modérée jusque-là. L'inflation progresse en mai pour atteindre 1,3% en glissement annuel après 0,9% en avril, en raison d'effet de base. Il n'y a pas encore de hausse de prix en mai. Sur le mois, l'indice recule de 0,2%. Sur un an, l'alimentation remonte à +0,3% en mai, alors même que le prix du porc recule encore de 23,8%. L'indice non alimentaire accélère à +1,6% en mai après +1,3% en avril. Ce sont les prix du carburant qui progressent de 21,3% sur un an après +19,4% en avril. L'inflation sous-jacente augmente de 0,9% sur un an en mai après +0,7% en avril, comme les seuls prix des services. **Mais les coûts des entreprises continuent de progresser.** Les prix à la production accélèrent encore en mai, passant de +6,8% en avril à +9% en mai, un plus haut depuis juillet 2008 où ils avaient atteint +10,1%. Les seuls prix des biens sortis d'usine s'envolent à +12% en glissement annuel après 9,1% en avril. Les prix dans l'industrie des matières premières sont évidemment en hausse de 18,8% sur un an, mais la transmission de la hausse du prix des intrants dans l'ensemble de la chaîne de production se fait. Ainsi les prix des biens issus de l'industrie manufacturière accélèrent de 2 points sur un mois pour atteindre +7,4% en glissement annuel.



FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

La croissance du financement total accélère en mai par rapport à avril, soutenu largement par les émissions des gouvernements locaux. Les nouveaux crédits atteignent 1430 mds de rmb en mai après 1284 mds en avril, et finalement 1550 mds il y a un an. On le voit le rythme de distribution des nouveaux crédits reste soutenu. En revanche, tous les modes de financement relevant du Shadow banking sont en baisse, la PBOC continue clairement sa politique de « nettoyage et reprise en main » du financement de l'économie. L'autre élément qui continue de souligner le rôle pro actif des autorités dans le soutien à la croissance est la dynamique des émissions obligataires des gouvernements locaux, atteignant 670 mds de rmb après 374 mds en avril. La croissance de l'encours de financement total continue de ralentir. Elle atteint 11% en mai, après 11,7% en avril. On retrouve les taux de croissance observés en 2019, période de contrôle du crédit et des différents modes de financement.



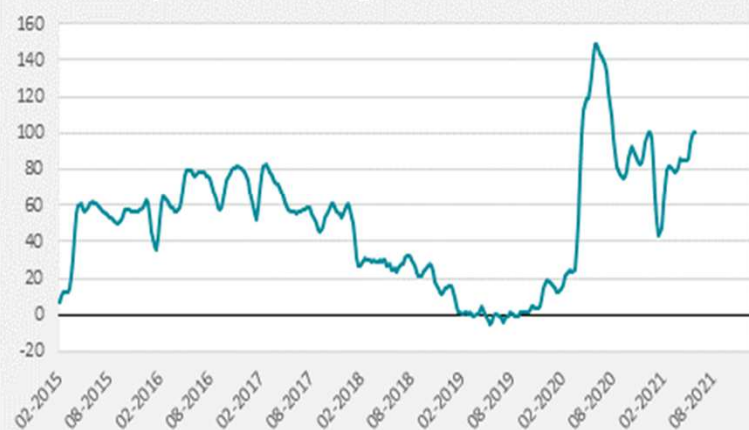


BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE, elle, reste très patiente (et utilise son enveloppe)

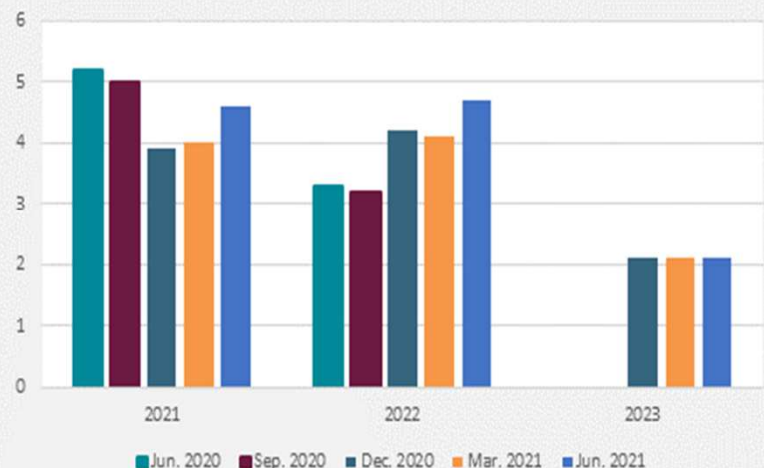
- **La principale décision prise par la BCE... est de ne rien changer et de continuer à acheter sur le T3 des titres dans le cadre du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) sur un rythme « significativement plus élevé que sur les premiers mois de l'année ».** Pour rappel, la BCE achète actuellement environ 80 Mds € par mois dans le cadre du PEPP et environ 20 Mds € par mois dans le cadre de l'APP... alors que les émissions nettes de govies de maturité longue ont été en moyenne de 63 Mds sur les 6 derniers mois. Le fait de rester sur le même rythme (« garder la main ferme », comme le dit Lagarde) est un peu plus dovish que prévu et il est désormais assez probable que la BCE réduise un peu les achats PEPP lors du Conseil des gouverneurs de septembre. Simple remarque : avec un rythme d'achats se poursuivant à 80 Mds € / mois sur le T3 2021, l'enveloppe de 1850 Mds € du PEPP serait insuffisante pour poursuivre sur le même rythme sur les T4 2021 et T1 2022 ... et il serait difficile de justifier une rallonge alors que la pandémie est en train de prendre fin.
- **Lagarde a indiqué que les risques pesant sur les perspectives de croissance étaient « globalement équilibrés »**, ce qui n'est pas arrivé depuis la fin 2018 et a reconnu que les gouverneurs étaient « un peu plus optimistes » qu'en mars. Cela s'en ressent notamment au niveau des prévisions de croissance et d'inflation, revues à la hausse pour 2021 et 2022 (croissance : 4,6% en 2021 et 4,7% en 2022 / inflation : 1,9% en 2021 et 1,5% en 2022).
- **La BCE n'est pas la Fed.** Malgré les perspectives un peu meilleures, Lagarde a balayé les questions sur un éventuel « tapering » (fin du PEPP) en rappelant que ces interrogations étaient « prématurées et inutiles » ... et surtout que l'inflation restait « très loin de l'objectif final », même à l'horizon 2023. En creux, la politique monétaire de la BCE va rester accommodante pour un bon moment...
- **Des dissensions.** Si les gouverneurs semblent globalement d'accord sur le diagnostic, les dissensions au sujet du rythme d'achats deviennent de plus en plus évidentes, ce qui renforce l'idée que le PEPP devrait être ralenti en septembre.

Eurosystème : achats nets de titres
(Mds €, somme glissante sur 4 semaines)



Source: CPR AM, Datastream.

ECB projections for GDP growth



Source: CPR AM, Datastream.

INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR

ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
16 juin	FED
18 juin	BOJ
24 juin	BOE
22 juillet	BCE

Dates	Actualités
16 juin	Brésil (3,50%) +75bp possible
17 juin	Norvège (0,00%) statu quo attendu Turquie (19,00%) statu quo attendu Indonésie (3,50%) statu quo attendu Taiwan (1,125%) statu quo attendu

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
14 juin	Zone euro	Production industrielle d'avril
15 juin	Zone euro	Balance commerciale d'avril
	Royaume-Uni	Rapport sur l'emploi de mai
	Etats-Unis	Production industrielle de mai
		Prix à la production de mai
Ventes de détail de mai		
		Enquête NAHB de mai
16 juin	Japon	Commandes de machine d'avril
		Balance commerciale de mai
	Zone euro	Cout du travail du 1T21
	Chine	Chiffres mensuels d'activité de mai
	Royaume-Uni	Inflation de mai
	Etats-Unis	Mises en chantier et permis de construire de mai
		Prix à l'importation de mai
17 juin	Zone euro	Inflation finale de mai
	Etats-Unis	Philly Fed manufacturier de juin
18 juin	Royaume-Uni	Prix à la production de mai
	Japon	Inflation de mai
	Zone euro	Balance des paiements d'avril

INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	11/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
Nasdaq	13 998	1,65%	7,67%	8,61%	38,68%	95,28%
SP 500	4 247	0,41%	4,54%	13,08%	33,14%	52,68%
Eurostoxx 50	4 127	0,91%	4,54%	16,16%	25,29%	18,58%
Nikkei	28 949	0,02%	2,85%	5,48%	25,18%	26,95%
MSCI Emergents	1 382	0,03%	5,07%	7,03%	36,49%	21,29%
MSCI Emergents - LATAM	527	-0,73%	7,33%	9,60%	32,65%	15,46%
MSCI Emergents Asie	802	0,19%	5,12%	5,97%	40,51%	34,28%
FTSE 100	7 134	0,92%	1,85%	10,43%	12,72%	-7,80%

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

Matières premières	11/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	70,91	1,85%	7,31%	46,87%	95,13%	7,26%
Pétrole (Brent)	72,88	1,22%	5,18%	40,45%	88,27%	-4,83%
Or	1 882,28	-0,63%	2,85%	-0,82%	8,06%	44,69%
Cuivre	9 975,10	0,36%	-4,39%	28,73%	73,74%	37,48%

Niveaux de Volatilité	11/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
VIX	15,65	16,42	27,59	22,75	40,79	12,35
VSTOXX	15,15	17,38	23,94	23,37	36,02	13,99

Niveaux de taux	11/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
10 ans US	1,46	-0,10	-0,23	0,55	0,71	-1,50
10 ans Allemagne	-0,27	-0,06	-0,14	0,31	0,06	-0,76
10 ans France	0,10	-0,06	-0,16	0,44	0,03	-0,81
10 ans Espagne	0,37	-0,09	-0,20	0,31	-0,32	-1,09
10 ans Italie	0,75	-0,13	-0,24	0,23	-0,77	-2,11
10 ans Japon	0,03	-0,05	-0,05	0,01	0,01	-0,01

Devises	11/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
EUR/USD	1,21	-0,48%	0,31%	-0,88%	6,48%	2,75%
USD/JPY	109,67	0,15%	0,00%	6,21%	2,39%	-0,34%
EUR/GBP	0,86	-0,15%	-0,09%	-3,91%	-3,79%	-2,59%
USD/GBP	0,71	0,35%	-0,37%	-3,06%	-9,64%	-5,20%

Breakeven inflation	11/06/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
5 ans US	2,55	-0,15	-0,24	0,45	1,35	0,23
10 ans US	2,45	-0,12	-0,21	0,26	0,96	0,07
5 ans EUR	1,52	0,00	-0,01	0,52	1,00	0,00
10 ans EUR	1,53	-0,01	-0,03	0,41	0,73	-0,09

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.