

# LA SEMAINE EN BREF

## DU 15/11/21 AU 21/11/21

### LES FAITS MARQUANTS

**AUX ÉTATS-UNIS**, les enquêtes d'activité et les ventes au détail surprennent positivement et les membres du FOMC semblent préparer une accélération du « tapering ».

**DANS LA ZONE EURO**, l'accélération de l'inflation en octobre est due à de nombreuses composantes au-delà de l'énergie. Au Royaume-Uni l'inflation accélère nettement en octobre et le rapport sur l'emploi est positif ce qui pourrait inciter la BoE à agir avant la fin de l'année.

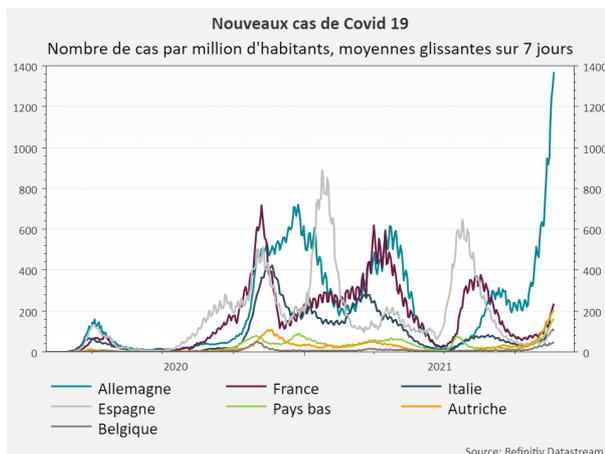
**AU JAPON**, après un mauvais 3<sup>ème</sup> trimestre lié d'une part aux problèmes d'approvisionnement mais surtout à la situation sanitaire, l'activité semble reprendre peu à peu une certaine dynamique.

**EN CHINE**, l'activité industrielle retrouve un peu de couleurs en octobre de même que la consommation. Mais la situation dans le secteur de l'immobilier reste préoccupante et contribue à ralentir la croissance.

### L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

#### La crise sanitaire est de retour en Europe !

La hausse des nouveaux cas est très rapide, et apparait exponentielle en Allemagne notamment, contraignant les autorités à prendre des mesures de restriction d'activité et d'accélération de la vaccination. Le ministre de la santé allemand a déclaré que les allemands seront « vaccinés, soignés ou mort » d'ici la fin de l'hiver.



Les marchés obligataires qui étaient de plus en plus focalisés sur la hausse rapide et généralisée de l'inflation se sont retournés en fin de semaine, les taux d'intérêt rendant quelques points de base dans les grands pays développés.

### LE CHIFFRE DE LA SEMAINE

**+4,2%**

Inflation d'octobre 2021 au Royaume-Uni

*Il pourrait être approprié d'avoir une discussion lors du FOMC de décembre sur une augmentation du rythme de réduction des achats.*

Richard Clarida, vice-président du Board de la Fed

### À VENIR CETTE SEMAINE

Etats-Unis	PMI de novembre Minutes du FOMC
Zone euro	PMI de novembre Minutes de la BCE
Japon	PMI de novembre Inflation Tokyo d'octobre

### NOS SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS AU 25.10.21



**CENTRAL**  
 NORMALISATION GRADUELLE  
 AVEC UNE INFLATION PERÇUE  
 TRANSITOIRE



**ALTERNATIF**  
 PLUS D'INFLATION, MOINS  
 DE SOUTIEN DES BANQUES  
 CENTRALES



**ALTERNATIF**  
 RALENTISSEMENT PLUS  
 MARQUÉ EN ASIE

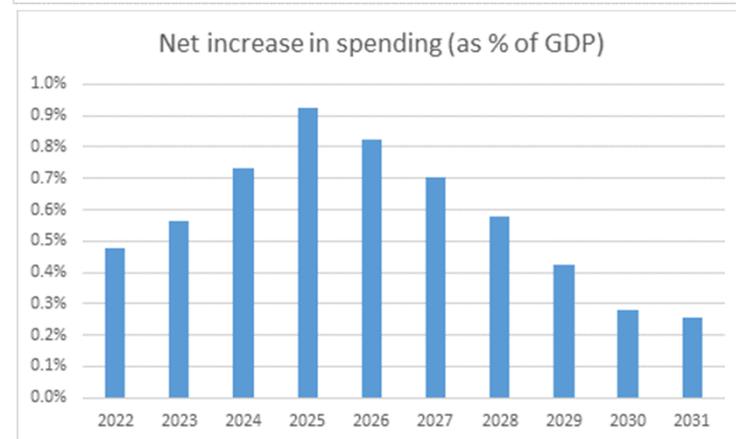
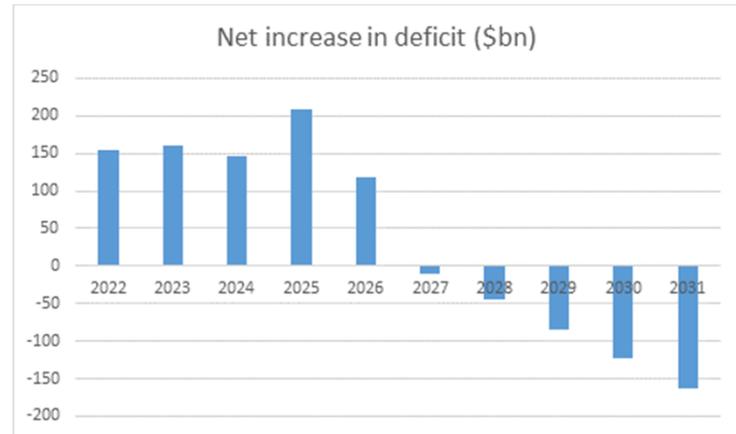


## PLAN DE RELANCE

Le CBO a publié hier son chiffrage du *Build Back Better Act* (le 2<sup>ème</sup> plan d'infrastructures, qui sera passé par réconciliation budgétaire). Les dépenses s'élèveraient à 1636 Mds \$ sur 10 ans et les recettes à 1269 Mds \$, soit une augmentation du déficit de 367 Mds \$ sur 10 ans. Le fait que le déficit n'augmente que modestement a convaincu les démocrates modérés de la Chambre à voter pour ce plan. Toutefois, la partie n'est pas finie car le sénateur Joe Manchin ne se serait toujours pas décidé à le voter ou non ... et à vrai dire, c'est lui qui va décider de ce qui se passera in fine.

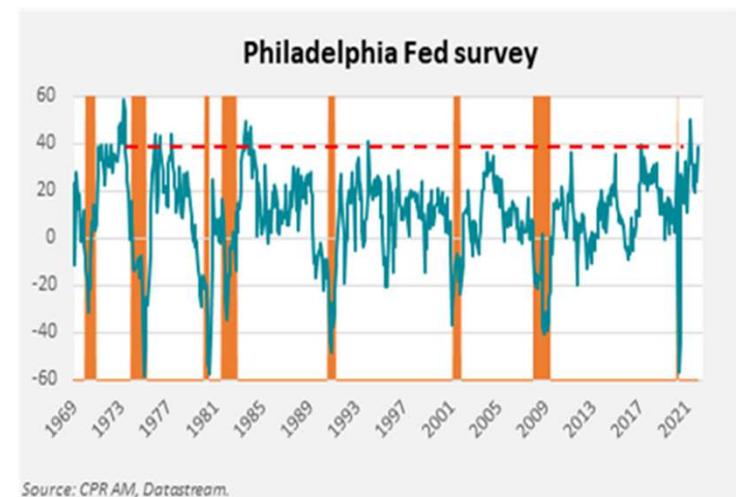
### Si on regarde les chiffres :

- cela ajouterait 150 Mds \$ de déficit par an sur les 5 prochaines années, et une réduction ensuite.
- Le pic de nouvelles dépenses aurait lieu vers 2025. En % du PIB (en prenant les projections du CBO), cela représenterait 0,5% du PIB pour l'année fiscale 2022, cela monterait jusqu'à quasiment 1% en 2025 puis baisserait progressivement.
- Les recettes fiscales ne commenceraient à augmenter significativement qu'à partir de 2025.... La raison est que l'un des principaux moyens d'augmenter les recettes fiscales est... de dépenser davantage pour donner des moyens aux autorités fiscales (IRS) ...



## ENQUETES D'ACTIVITE

- **L'enquête de la Fed de Philadelphie sur les conditions manufacturières remonte très fortement en novembre, à l'un des plus hauts niveaux depuis la création de l'enquête en 1968.** En particulier, la composante « nouvelles commandes » atteint son 2<sup>ème</sup> plus haut niveau depuis la création de l'enquête en 1968.
- **L'enquête Empire Manufacturing remonte nettement en novembre (3<sup>ème</sup> plus fort chiffre depuis le début de la crise covid).** La composante « emploi » n'a jamais été aussi élevée. La composante « prix payés » repart à la hausse et atteint également un nouveau plus haut historique : 83,1% des sondés indiquent des prix plus élevés et 0% des prix plus bas.



## CONSOMMATION

Les ventes au détail sortent nettement au-dessus des attentes : + 1,7% sur le mois (contre +1,4% attendu par le consensus) pour le headline et + 1,6% sur le mois pour le groupe de contrôle (hors voitures, hors stations-service, hors matériaux de construction). C'est le meilleur chiffre depuis mars (qui était un mois où des chèques avaient été distribués aux ménages). Ce communiqué marque une progression impressionnante des ventes hors magasin (+4% sur le mois !)



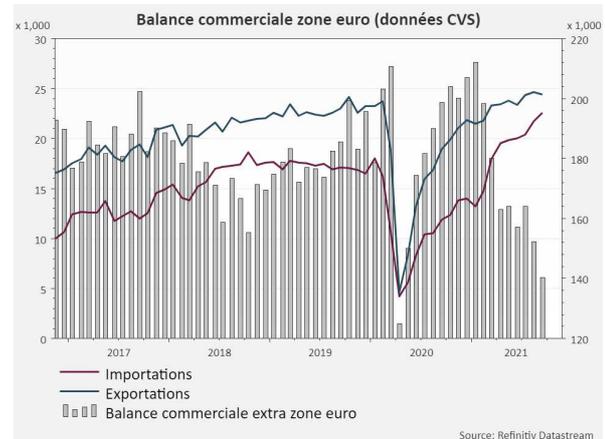


## ZONE EURO

### COMMERCE EXTERIEUR

En septembre 2021 par rapport à août 2021, les exportations cvs ont diminué de 0,4% tandis que les importations ont augmenté de 1,5%. La balance commerciale s'est établie à +6,1 Mds €, après 9,7 Mds € en août. Elle au plus bas depuis 2012 si l'on exclut avril 2020. La détérioration de la balance commerciale de la zone euro est en grande partie liée à la hausse des prix de l'énergie et des matières premières. **En effet, le déficit énergétique s'est creusé de 56,2 Mds € sur la période janvier-septembre 2021 par rapport à la même période de 2020. En revanche, le surplus des biens manufacturés a progressé sur la même période.**

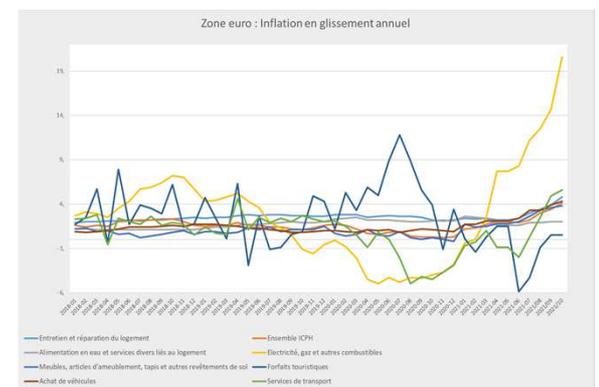
Le commerce intra-zone euro continue de progresser en septembre 2021 pour s'établir à 182,9 Mds € à son plus haut niveau historique.



### INFLATION

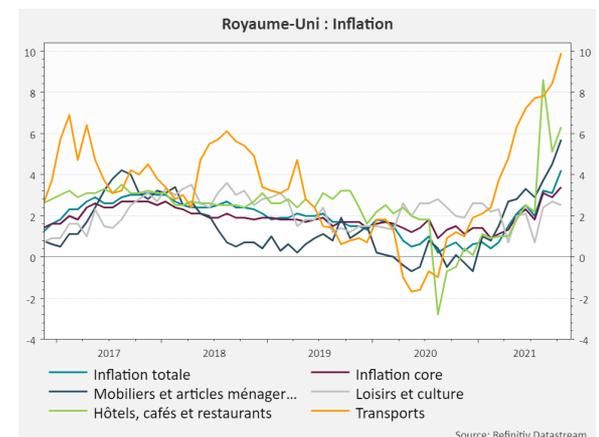
L'inflation totale est confirmée à 4,1 % en octobre et l'inflation core est revue un peu à la baisse à 2,0% vs 2,1% dans l'estimation préliminaire.

**54 composantes parmi les 73 de l'inflation core ont une contribution positive à l'inflation sur le mois.** La principale composante négative vient de l'habillement qui est très volatil et suit depuis le début de la crise sanitaire une saisonnalité inhabituelle.



## ROYAUME-UNI

**L'inflation totale a fortement progressé en octobre 2021, atteignant 4,2% en glissement annuel après 3,1% en septembre 2021. L'inflation core augmente également de 2,9% à 3,4%.** Les services liés aux logements constituent la principale contribution à la hausse avec le rehaussement semestriel du cap des prix du gaz et de l'électricité au 1<sup>er</sup> octobre de +12% par l'OFGEM. La composante électricité de l'inflation progresse de 18,8% et celle du gaz de 28,1% sur un an. Cependant, plusieurs autres composantes contribuent également à la hausse : transports, hôtels et restaurants, éducation, ameublement et équipement du logement, alimentation, boissons non alcoolisées ...

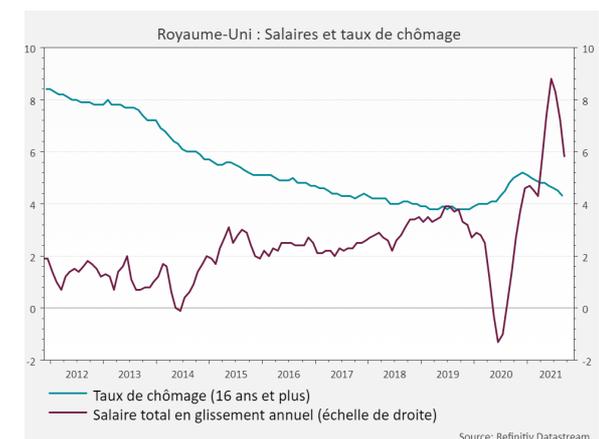


**Le taux de chômage a surpris les attentes avec une baisse de 0,5% pour atteindre 4,3% sur la période juillet-septembre 2021 par rapport aux 3 mois précédents.**

Les salaires totaux ont progressé de 5,8% en rythme annuel en moyenne sur 3 mois et les salaires réguliers de 4,9%, marquant une décélération par rapport aux 3 mois précédents (+7,2% et +6,0%).

**Les ventes au détail en volume ont augmenté de 0,8% en octobre 2021 après une stabilité en septembre 2021.** Elles se situent désormais 5,8% au-dessus du niveau de février 2020.

Les magasins non alimentaires voient leurs ventes augmenter de 4,2% sur le mois tandis que les ventes de carburant ont baissé de 6,4% sur le mois et les ventes alimentaires de 0,3%.

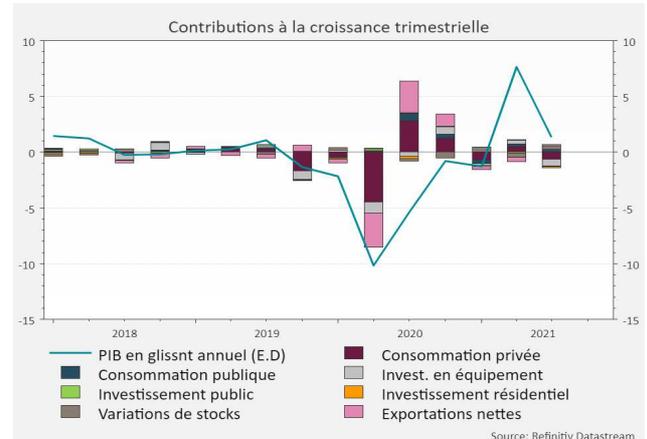




## JAPON

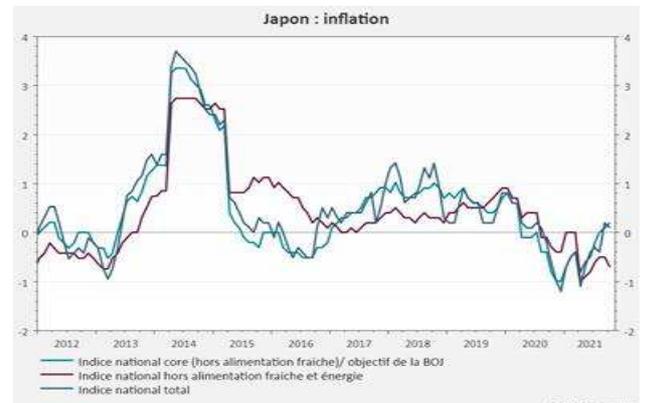
### PIB 3T21

Un 3ème trimestre très décevant ! Le PIB baisse de 0,8% sur le trimestre après +0,5% au T2. La baisse était attendue mais son ampleur est plus importante qu'anticipé. En glissement annuel, il passe de +7,6% au T2 à +1,3% au T3. L'acquis de croissance est à +1,4%. La consommation et l'investissement chutent. La faible hausse des exportations ne permet pas d'atteindre une contribution positive du commerce extérieur. Deux explications sont avancées : les pénuries de semi-conducteurs et autres contraintes de production et La 5ème vague de la Covid. Une telle baisse renforce la probabilité d'un nouveau plan de soutien budgétaire



### INFLATION

L'inflation hors alimentation fraîche reste inchangée à +0,1% en octobre comme en septembre. Hors alimentation fraîche et énergie, l'inflation recule de 0,7% sur un an après -0,5% en septembre. Si on exclut l'alimentation totale et l'énergie, l'indice recule de 1,2% sur un an après -0,8% en septembre. Les forfaits mobiles continuent de tirer à la baisse les indices de prix à la consommation, impact très faiblement atténué par l'effet de base apporté par l'accélération de la campagne publique pour encourager le tourisme local. L'indice total d'inflation ralentit à 0,1% en glissement annuel après +0,2% en septembre.

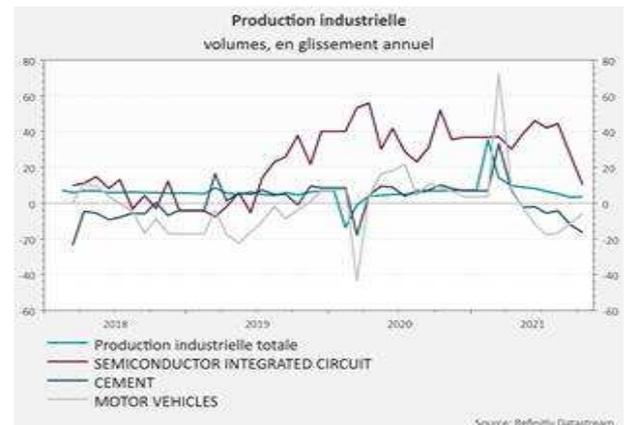


## CHINE

### CHIFFRES D'ACTIVITÉ D'OCTOBRE

Les données d'activité d'octobre indiquent un arrêt de la dégradation observée au cours du 3ème trimestre.

- La production rebondit, avec la diminution des restrictions de courant. La production rebondit en octobre, de 3,5% sur un an. Sur le mois elle progresse de 0,4%. L'évolution sectorielle reste très différenciée. La production d'énergie électrique est en très nette accélération. La production de véhicule électrique est en hausse de 128% sur un an !
- L'investissement est en hausse de 6,1% sur un an en octobre après 6,2% en septembre. Le ralentissement est net dans l'immobilier.
- La consommation se tient en octobre, malgré la réapparition de la question sanitaire. Les ventes de détail sont en hausse de 4,9% sur un an après 4,4% en septembre. Sur le seul mois d'octobre elles progressent de 0,43%. Les ventes en ligne comptent pour 23,7% des ventes, et sont en progression de 17,4% sur un an.
- Le taux de chômage urbain reste inchangé à 4,9% en octobre.





## RESERVE FEDERALE

Les choses vont vite au sujet du bilan de la Fed :

- **James Bullard, le président de la Fed de Saint Louis (qui n'est « que » président de Fed régionale mais qui a quand même plutôt été en avance sur les autres membres du FOMC ces derniers temps), a indiqué que la Fed devrait « aller sur une direction plus hawkish » lors des prochains comités de politique monétaire. Bullard a même indiqué que le rythme de réduction des achats devrait être de 30 Mds \$ chaque mois (un tapering en 4 mois donc) plutôt que sur le rythme actuel de 15 Mds \$ par mois. Il a réitéré son idée d'une réduction du bilan une fois le tapering terminé.**
- Le vice-président du Board, Richard Clarida, a indiqué vendredi qu'il « pourrait être approprié d'avoir une discussion lors du FOMC de décembre sur une augmentation du rythme de réduction des achats ». Difficile de croire que Clarida fasse ce genre de sorties sans l'aval de Powell...
- Le gouverneur Christopher Waller a dit clairement vendredi qu'il était en faveur d'une accélération du rythme de tapering en décembre, pour pouvoir remonter les taux directeurs plus rapidement en 2022. SURTOUT, Waller a plaidé pour un passage rapide à la réduction de bilan.

**Les remarques de Waller sur l'avenir du bilan de la Fed sont particulièrement intéressantes. Pour lui, bien qu'il n'ait pas de taille de bilan théoriquement optimale, il y a trois arguments pour réduire le bilan :**

- L'augmentation du bilan en 2020/2021 a eu lieu à cause de la crise sanitaire et la « Fed peut ramener son bilan à sa tendance pré-crise » (je ne suis pas sûr de la signification de « tendance » ici, il fait probablement référence à la taille de bilan pré-crise),
- Le dégonflement de bilan libère de la capacité d'action pour les prochains chocs économiques,
- Les liquidités excédentaires détenues par le secteur privé sont trop abondantes, avec des opérations de reverse repo de trop grande ampleur, et il est nécessaire de les drainer pour assurer un meilleur fonctionnement de marché.

## EMERGENTS

### Turquie :

**la banque centrale a abaissé son taux directeur de 100 pb à 15%, en ligne avec le consensus.** Pour justifier sa baisse de taux, la Banque centrale s'est une nouvelle fois référée à ses analyses selon lesquelles les facteurs de demande affectés par la politique monétaire ne contribuent que partiellement à l'inflation actuelle, aux évolutions de l'inflation sous-jacente et aux chocs d'offre. Le changement le plus notable apporté au communiqué officiel concerne la forward guidance : Dans le communiqué précédent, la Banque centrale indiquait « ... les facteurs transitoires du côté de l'offre laissent une marge limitée pour l'ajustement à la baisse du taux directeur ». Dans le nouveau communiqué, la Banque centrale écrit qu'elle "... envisagera de terminer l'utilisation de la marge limitée impliquée par ces facteurs en décembre", suggérant une autre réduction et la fin de son cycle de baisse de taux le mois prochain.

### Afrique du sud :

**La banque centrale a relevé son taux directeur de 25 pb à 3,75%** avec une décision partagée (3-2), conformément aux anticipations du marché. Les révisions des prévisions d'inflation du conseil de politique monétaire ont somme toute été modérées ; Les prévisions de croissance sont de 5,2% pour le PIB en 2021, puis 1,7% en 2022. Les prévisions d'inflation pour 2022 ont été relevées de 4,2 % à 4,3 % et l'inflation core a baissé de 3,8 % à 3,7 %. Dans tous les cas elles restent toutes inférieures au point médian de la fourchette objectif de 3 à 6 %. Le ton du communiqué reste modéré. Le rythme de normalisation monétaire devrait être encore très graduel.

# INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR



## ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
15 décembre	FED
16 décembre	BoJ
16 décembre	BCE
16 décembre	BoE

Dates	Actualités
22 novembre	Israël (0,10%) statu quo attendu
24 novembre	Nouvelle Zélande (0,50%) statu quo attendu
25 novembre	Suède (0%) statu quo attendu Corée (0,75%) +25bp attendu Indonésie (3,50%) statu quo attendu

## INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
22 novembre	Zone euro	Confiance des ménages de novembre
	Etats-Unis	Ventes de maisons anciennes d'octobre
23 novembre	Zone euro	PMI de novembre
	Etats-Unis	PMI de novembre Philly Fed non manufacturier de novembre
24 novembre	Japon	PMI de novembre
	Allemagne	Enquête IFO de novembre
	France	Enquête INSEE de novembre
	Etats-Unis	PIB 3T21 Ventes de logements neufs d'octobre Revenus et dépenses d'octobre Confiance de l'Université du Michigan de novembre (révision) Minutes du FOMC
25 novembre	Zone euro	Minutes de la BCE
26 novembre	Japon	Inflation à Tokyo de novembre
	Zone euro	M3 et les crédits d'octobre

## INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	19/11/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
Nasdaq	16 573	2,31%	7,70%	28,59%	39,33%	149,49%
SP 500	4 698	0,32%	3,57%	25,08%	31,68%	74,60%
Eurostoxx 50	4 356	-0,32%	4,42%	22,63%	25,11%	37,85%
Nikkei	29 746	0,46%	1,68%	8,39%	15,62%	36,32%
MSCI Emergents	1 269	-1,26%	-2,45%	-1,71%	5,11%	28,42%
MSCI Emergents- LATAM	428	-4,71%	-5,97%	-11,14%	-0,17%	-12,39%
MSCI Emergents Asie	742	-0,74%	-1,61%	-2,00%	4,71%	47,28%
FTSE 100	7 224	-1,69%	0,01%	11,81%	13,13%	3,18%

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

Matières premières	19/11/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	75,94	-6,00%	-9,13%	57,29%	82,72%	32,76%
Pétrole (Brent)	79,03	-4,08%	-8,06%	52,30%	78,52%	19,40%
Or	1 859,66	-0,14%	4,26%	-2,01%	0,01%	52,08%
Cuivre	9 753,00	-0,89%	-6,95%	25,86%	37,83%	54,99%
Blé	10,15	-3,43%	3,57%	71,16%	83,88%	70,59%
Soja	12,43	1,80%	2,73%	-4,75%	6,97%	51,96%
Sucre	19,85	0,61%	5,92%	34,21%	37,28%	53,64%
Café	283,00	2,14%	8,14%	60,77%	66,78%	102,53%

Niveaux de taux	19/11/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
10 ans US	1,55	-0,02	-0,11	0,63	0,68	-1,51
10 ans Allemagne	-0,34	-0,09	-0,22	0,23	0,21	-0,72
10 ans France	0,01	-0,10	-0,21	0,35	0,33	-0,77
10 ans Espagne	0,39	-0,08	-0,12	0,33	0,31	-1,27
10 ans Italie	0,86	-0,10	-0,05	0,34	0,25	-2,72
10 ans Japon	0,08	0,00	-0,02	0,05	0,06	-0,02

Devises	19/11/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
EUR/USD	1,13	-1,42%	-3,11%	-7,58%	-4,76%	-1,43%
USD/JPY	114,00	0,11%	-0,25%	10,40%	9,78%	1,28%
EUR/GBP	0,84	-1,70%	-0,44%	-6,06%	-6,05%	-5,85%
USD/GBP	0,74	-0,28%	2,76%	1,65%	-1,35%	-4,48%

Breakeven inflation	19/11/2021	1 semaine	1 mois	Début 2021	1 an	3 ans
5 ans US	3,21	-0,08	0,21	1,11	1,43	1,11
10 ans US	2,87	-0,06	0,06	0,67	0,91	0,68
5 ans EUR	2,05	-0,05	0,00	1,05	1,21	0,70
10 ans EUR	2,03	0,00	0,02	0,91	1,06	0,52

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.