



Brexit doux ou optimisation fiscale : la volonté d'y croire

Les marchés boursiers américains ont encore gagné du terrain au cours de la semaine passée, +1,6% pour le S&P 500 et +1,4% pour le Nasdaq, ce qui porte déjà leur performance depuis le début de l'année à +8% et +9,5% respectivement. Ce sont eux qui tirent à la hausse les autres places et qui ont permis la poursuite de la détente des volatilités implicites à 16,1% pour le VIX américain et même à 14,0% pour le Vstoxx européen.

La confiance des ménages américains a été ébranlée par le *shutdown*, mais dans des proportions modérées, l'indice du "Conference Board" reste élevé, au-dessus de 120, il est revenu à peine 18 mois en arrière. C'est peu comparé à l'impact de la crise sociale sur le moral des ménages français, tombé à 86 en décembre (au plus bas depuis octobre 2014) et revenu à 91 en janvier, encore au plus bas depuis 4 ans.

Le retard de publication du PIB du T4, imputable au *shutdown*, n'inquiète pas les observateurs. Les deux derniers rapports sur l'emploi sont, au-delà des fluctuations et des révisions, rassurant tant sur la croissance que sur le risque inflationniste. L'indice PMI manufacturier de l'ISM (*Institute for Supply Management*) est très robuste. Surtout **le FOMC a adopté une position clairement "dovish"**. Jay Powell a validé les anticipations du marché, c'est-à-dire qu'il n'y aura sans doute pas de hausse de taux cette année – du moins dans les prochaines prévisions de la Fed. **Le marché a donc poussé plus loin l'optimisme en anticipant une baisse des Fed Funds en 2020**. Au vu de la robustesse de l'économie américaine, **c'est aller un peu vite en besogne**.

En Allemagne, les ventes au détail en volume se sont effondrées en décembre (-4,3% m/m et -2,1% sur un an, CVS). Mais novembre a été revu en hausse et, de l'aveu même de l'institut statistique Destatis, le chiffre du dernier mois de l'année est régulièrement soumis à des révisions en hausse, souvent massives (2,5 points en moyenne sur les 5 dernières années et même 4,2 points en 2015). Ce chiffre pourrait affecter l'estimation préliminaire de la croissance du T4, marginalement positive. De plus, la confiance des ménages allemands reste à un haut niveau, elle progresse même un peu dans l'enquête menée en janvier.

Ailleurs, **en zone euro, la croissance du PIB au T4 a été très inégale**. L'Espagne fait figure de belle exception avec une croissance très forte de +0,7% t/t au T4, après +0,6% au T3, pour un glissement annuel stable à +2,4%. **Le PMI du secteur manufacturier espagnol a même rebondi en janvier** augurant favorablement du début d'année 2019.

La France fait bonne figure, avec un PIB en hausse de 0,27%, comme attendu par le marché (+0,3%) et un peu mieux que les +0,2% que prédisaient l'INSEE et la Banque de France. Ce résultat est obtenu en dépit des mouvements sociaux qui ont lourdement pesé sur les ventes au détail de décembre -1,5% m/m après déjà un repli marginal en novembre (-0,1%). **La performance du T1 demeure très incertaine**, puisqu'un fort rebond de la consommation est possible en janvier / février, notamment si le passage au prélèvement à la source est reçu

favorablement (surtout grâce à l'avance sur déductions d'impôts versé le 15 janvier).

En revanche, **l'Italie est officiellement tombée en récession**. Le PIB a reculé de 0,1% au T3 puis de 0,2% au T4 ; et sur un an la croissance est insignifiante à +0,1%. Certes, le taux de chômage a encore baissé en décembre à 10,3% et le moral des ménages est remonté de 113,2 à 114,0 (alors qu'on l'attendait à 112,6). En revanche, ça va mal du côté des entreprises. La confiance recule encore, de 103,4 en novembre à 102,1 en décembre, et le PMI de janvier s'enfoncé, en perdant 1,4 point de plus à 47,8, nettement en territoire récessionniste. **La relance budgétaire, limitée et progressive, risque d'être insuffisante** pour relancer la machine. Non seulement la bourse a sanctionné la récession en baissant, mais l'impact de cette même récession risque d'alourdir le déficit budgétaire, ce qui a poussé à la hausse le rendement des BTP, alors que les taux reculaient partout !

Comme nous le disions la semaine dernière, les marchés vont attendre avec impatience un discours généreux de la BCE. En particulier l'annonce de mesures, telles que de futurs TLTRO 3, qui soutiendraient plus particulièrement l'économie italienne et son système bancaire qui restent fragiles. **La mise en œuvre en zone euro de normes bancaires encore durcies** a surtout pesé sur les établissements encore affaiblis, en premier lieu ceux de la péninsule.

Etrangement, le sterling et la bourse de Londres performant bien depuis le début de l'année. Les marchés considèrent que l'on est maintenant trop proche de la date fatidique du 29 mars et que le Royaume-Uni, voire toute l'Europe, sont **trop mal préparés pour que Westminster laisse faire un "no-deal"**. Juste trop près d'une falaise trop haute pour sauter ! Theresa May a promis de soumettre, au plus tard le 13 février, un texte qui serait discuté et voté le lendemain. Espérons un Brexit doux !

Autre espoir, une taxation plus juste. Nous avons enregistré **une avancée importante avec un projet de taxation des multinationales**, en particulier (mais pas seulement) dans le secteur du numérique. Alors que, faute d'accord la France a fait, à son tour, un pas en solitaire, **l'OCDE est parvenue à associer 127 pays dans la recherche d'une solution consensuelle** pour lutter contre le cancer de l'optimisation fiscale et imposer les entreprises là où elles trouvent leurs clients. Ce progrès, un peu inattendu après l'échec récent de l'UE, doit beaucoup au **revirement des Etats-Unis**. Ils semblent comprendre qu'eux-aussi souffrent de l'optimisation fiscale des géants, tant nationaux qu'étrangers, alors que leur budget crie famine. **L'OCDE veut présenter un rapport sur la question dès 2020**. Le vœu, exprimé à Davos par le secrétaire général de l'OCDE, de voir un nouveau droit fiscal international émerger dès l'an prochain est des plus optimistes. Pourtant, **sur cette question il n'y qu'une façon d'avancer : marcher vite**, surtout avec la numérisation généralisée de l'économie mondiale. Un sujet à suivre, prochain rendez-vous peu après la mi-mars.