



Toujours la même rengaine

C'est toujours la même rengaine, si l'économie est patraque, les marchés se portent bien. La croissance de la production industrielle chinoise, tombée au plus bas depuis une vingtaine d'année en juillet (+4,8% l'an), a encore ralenti en août (+4,4%). Les raisons sont multiples : restriction persistante des crédits, impact du conflit commercial avec les Etats-Unis, difficultés à changer de modèle de croissance, et restrictions à l'activité imposées pour des raisons environnementales.

Les marchés actions ont retrouvé un peu de calme et sont à peu près étales sur la semaine, avec une hausse marginale en Europe et un très léger recul aux Etats-Unis, où les marchés ont clôturé à une heure plus tardive. Les nouvelles, plutôt positives, sur **l'avancée supposée des négociations commerciales sino-américaines** ont été prises avec toute la prudence de mise. De la même manière **la flambée du pétrole** après les attaques sur les installations d'Arabie Saoudite **n'a provoqué aucune panique**. Réaction justifiée, puisque si les prix du WTI et du Brent ont gagné plus de 14% lundi, plus de la moitié de cette hausse a été rendue au cours de la semaine. L'annonce saoudienne d'un redémarrage rapide des installations a aidé, même si **les opérateurs sont restés circonspects** quant à la réalité de cette remise en route.

Les mouvements ont été un peu plus marqués sur les marchés obligataires. **Les rendements américains se sont détendus dès lundi**, sans attendre la réunion de la Fed, avec une courbe des taux qui s'est un peu aplatie. Ce n'est pas dû aux chiffres économiques, puisque, d'une part, la production industrielle a progressé contrairement aux attentes, +0,6% m/m (dont +0,5% pour le seul secteur manufacturier) au lieu du -0,1% prévu, et, d'autre part, **les différents chiffres relatifs au secteur immobilier sont excellents**, les permis de construire et les mises en chantiers ont atteint leur plus haut niveau depuis 12 ans.

Les marchés étaient convaincus que la Fed allait baisser le taux des Fed Funds, car elle n'avait d'autre choix que d'agir ainsi, c'est un peu le revers de la médaille de la "*forward guidance*", l'annonce à l'avance de l'orientation de la politique monétaire. Cela dit, **il peut sembler curieux que la Fed diminue les taux alors qu'elle a revu en hausse sa prévision de croissance 2019**, qui est attendue au-dessus du potentiel, et qu'elle a maintenu des prévisions de croissance en ligne avec le potentiel pour 20 et 21. Les anticipations de taux de chômage demeurent pratiquement stable et en deçà de son niveau d'équilibre de long-terme (4,2%), sur tout l'horizon des prévisions de la Fed (maintenant porté à 2021). Et tout cela **sans qu'elle change ses prévisions d'inflation d'un iota**. Le FOMC a justifié son action avant tout par les risques baissiers qui pèsent sur son scénario central. Dès lors, et contrairement aux anticipations des marchés, **il ne faut sans doute pas attendre de nouvelle baisse des taux tant que les risques mentionnés ne se matérialisent pas**. Il était clair que la baisse des Fed Funds de juillet ne pouvait rester un mouvement isolé, mais une fois les taux nominaux ramenés en deçà de l'objectif d'inflation, la poursuite de cette politique dépendra d'une **hypothétique dégradation des chiffres** économiques, d'**éventuelles crises** politiques ou de chocs financiers.

De leur côté, **les marchés obligataires européens et japonais n'ont suivi qu'en partie la tendance à la baisse des rendements initiée outre-Atlantique**. Dans le cas du Japon, dont le marché est beaucoup plus stable, le mouvement est significatif à l'aune de la volatilité habituelle. **La Banque du Japon** n'a annoncé

aucun changement de sa politique monétaire : maintien du rythme des achats dans le cadre du Quantitative Easing, taux d'escompte inchangé à 0,10%, quoique qu'inusité, et, surtout, maintien d'un objectif de taux de rendement voisin de 0% pour les obligations d'Etat à 10 ans. La Bdj **a néanmoins laissé filtrer des signes de préoccupation**. Elle ne s'inquiète pas des derniers chiffres économiques, plutôt robustes malgré l'impact sévère des tensions commerciales, mais plutôt des effets, néfastes pour la croissance, du relèvement de 2 points (de 8% à 10%) la *sales tax* (l'équivalent local de la TVA) début octobre. En effet, le taux d'inflation tend à diminuer à l'approche de ce petit choc (0,3% sur un an en août après 0,5% en juillet), ce qui suggère que **l'inflation devrait rester en deçà de l'objectif officiel de 2%, malgré la taxe**, et donc la politique monétaire devra demeurer très expansionniste.

En Europe, **l'Allemagne a présenté le très attendu "plan climat"**. Il affiche le chiffre impressionnant de 100 milliards d'euros. Mais il doit être pris avec des précautions, d'abord il s'étale jusqu'en 2030, la première partie 2020-2023 se monte à 53 mds, en moyenne 13 mds par an, **soit à peine 0,4% du PIB**. **Et encore...** il faut regarder chaque mesure, ainsi la baisse de la TVA sur les voyages en train sera en partie compensée par une hausse de la taxe sur les billets d'avions, or ces deux montants sont additionnés dans l'estimation totale du plan allemand. C'est certainement un pas dans la bonne direction, important du point de vue climatique, mais **ce n'est pas la grande relance budgétaire espérée et nécessaire** pour éviter au pays une récession qui se dessine. En l'absence d'une vraie politique budgétaire expansionniste, c'est non seulement l'Allemagne, mais toute la zone euro qui est menacée d'une panne de croissance. **Le contexte international nous inquiète**, entre les menaces américaines, qui pourraient se faire plus précises si un armistice est signé avec la Chine, et le sempiternel Brexit.

Le Royaume-Uni demeure, plus que jamais, une bouteille à l'encre. Le ralentissement de l'inflation, observé en zone euro en juillet, n'a été enregistré au RU qu'en août. L'inflation demeure à un niveau absolu sensiblement plus élevé outre-Manche, mais le pouvoir d'achat des ménages retrouve une pente nettement ascendante grâce à l'accélération des revenus. La production industrielle est en légère hausse en juillet à +0,1% sur le mois (+0,3% pour le secteur manufacturier) tandis que les services se tiennent correctement (+0,2% également), de sorte que **l'activité du T3 s'annonce convenable** (la banque d'Angleterre prévoit un PIB en hausse de 0,2% t/t après -0,2% au T1) **mais avec une visibilité nulle sur la suite**. En effet, Boris Johnson tient toujours un discours inflexible, alors que le parlement l'a systématiquement contredit avec force. **Aucune des portes de sortie de crise ne semble ouverte, mais le Premier ministre semble capable d'enfoncer n'importe laquelle**. Le gouverneur Mark Carney a indiqué jeudi dernier que la BoE, dont le prochain meeting aura lieu le 7 novembre, était prête à toute éventualité. Il convient sans doute pour les investisseurs d'adopter la position la plus neutre possible sur les actions, sur les taux comme sur la devise.

Au vu de ces analyses et des multiples incertitudes il ne semble pas souhaitable de changer de posture. **Une gestion généralement prudente s'impose** : essayer de garantir autant que possible les gains déjà obtenus cette année tout en minimisant les risques résiduels.

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 23/09/19 à 18h00