



## **Fluctuat Nec Mergitur ... au gré de la conjoncture**

Les marchés actions ont joué à se faire peur cette semaine, et il y a quelques leçons à en retenir ; en particulier sur les causes de ce qui n'a été qu'un petit accident de parcours. Aux mauvais chiffres européens des semaines dernières, sont venus s'ajouter des chiffres médiocres aux Etats-Unis.

Les indices des directeurs d'achats, dits PMI, calculés par l'ISM (*Institut for Supply Management*) ont secoué les marchés financiers. L'indice relatif au secteur manufacturier de septembre a amplifié, à 47,8 après 49,1 en août, son repli en zone récessive (c'est-à-dire en dessous de 50). Cet indice est tombé à son plus bas niveau en 10 ans. L'indice PMI similaire relatif au secteur non-manufacturier a lui aussi plongé en septembre, à 52,6 après son rebond inattendu d'août à 56,4. Il a touché un point bas sur 3 ans. Le décalage entre ces 2 PMI, tant en niveau absolu qu'en années écoulées depuis le précédent comparable, montre que **le ralentissement provient clairement de l'activité manufacturière**, aux Etats-Unis comme ailleurs. C'est la conséquence de la mise en place des tarifs douaniers et de la politique commerciale de D. Trump qui pénalisent le commerce mondial et la croissance économique partout... y compris chez lui ! **L'attention portée aux conflits commerciaux et aux éventuelles avancées des négociations est donc parfaitement justifiée.**

Il se peut que les marchés attachent plus de crédit aux indices de l'ISM, pour lesquels on dispose d'un historique très long, qu'aux indices similaires calculés par Markit. Ces derniers avaient montré des signes de faiblesse plus tôt au cours de l'année 2019, mais ils se sont un peu redressés en septembre. Des différences méthodologiques, notamment dans le traitement des stocks, peuvent expliquer ces décalages temporels. En fait, **la réaction négative du marché tient peut-être aussi à une superstition** : la crainte s'est installée de voir les bourses plonger au cours d'un mois d'octobre qui semble maudit (1929, 1987, 2018 pour citer les exemples les plus marquants). Le rapport sur l'emploi américain a rassuré les investisseurs (cf. le Fideasflash du 4 octobre "[Emploi US : vers l'infini et au-delà !](#)"). Néanmoins, la prudence reste de mise, singulièrement jusqu'au mois prochain. D'autant plus que nous entrons dans la période des résultats du T3.

Les marchés de taux ont plutôt bénéficié de cette période d'incertitude sur le cycle, avec notamment **un beau rally des Treasuries américains**, le rendement du 10 ans tombant à 1,53%, au plus bas depuis 4 semaines. **Cette question du cycle devrait rester déterminante pour les performances des marchés.** Surtout que l'on n'attend de bonne nouvelle ni sur le front sino-américain, ni sur le commerce US-Europe. Nous confirmons que "[la fin de l'année va être longue](#)". D'où un **positionnement prudent et exposition taux maintenus**

**Le taux d'inflation en zone euro recule encore de 0,1 point en septembre à 0,9%, au plus bas depuis novembre 2016.** L'inflation sous-jacente rebondit comme attendu de 0,9% à 1,0%, mais ce mouvement est plus que compensé par l'effet de base sur les prix des produits alimentaires frais et de l'énergie. La décomposition par secteur, comme la décomposition par pays, suggèrent un taux d'inflation voisin de 0,86%, ce qui laisse planer un risque de révision à la baisse. Notons que **le point bas**

**de l'année devrait être atteint avec le chiffre d'octobre**, qui inclura le summum de l'effet de base sur le prix du pétrole.

**Le bilan de la BCE** fait apparaître que les établissements bancaires de la zone euro ne sont venus chercher que 3,4 milliards d'euros à la première opération de refinancement de la série des TLTRO 3 (maturité 2 à 3 ans). Ce n'est pas une grande surprise, bien que les caractéristiques aient été assouplies lors de la réunion du comité de politique monétaire du 12 septembre. C'est surtout le 7<sup>ème</sup> et dernier TLTRO 3 (celui qui prendra le "relai" du dernier TLTRO 2) qui pourrait attirer une demande forte. En revanche, on observe **des remboursements anticipés élevés sur les anciennes opérations de type TLTRO 2** (maturités 2 à 4 ans) pour un montant proche de 33 milliards d'euros le 25 septembre (ce qui porte le total des remboursements anticipés à 82,6 mds ou 11% du montant initialement octroyé). En dépit de l'introduction du mécanisme de "*tiering*", destiné à alléger la charge des intérêts négatifs pour le système bancaire, celui-ci continue à se délester des financements précédemment obtenus de la BCE.

Cette fois le doute n'est plus permis, **l'économie britannique va entrer en récession** et elle sera sans doute **très sévère**. Les indices PMI de Markit sont venus corroborer, la semaine dernière, les précédentes enquêtes du CBI (la chambre de commerce et d'industrie). Les indices sont concordants, ils pointent vers la récession dans les 3 grands secteurs qu'ils couvrent, puisqu'ils sont tous inférieurs à 50, le seuil qui implique une contraction de l'activité. Pour la construction, le PMI retombe à 43,3 en septembre, les 4 derniers mois sont tous des plus bas depuis 10 ans. Pour l'industrie manufacturière, en dépit du petit rebond de septembre à 48,3, les 4 derniers mois affichent aussi les 4 plus mauvais chiffres depuis 6 ans et demi. **Même dans les services**, beaucoup plus résilients par nature, l'indice a baissé à 49,5, c'est le second mois cette année qu'il s'inscrit en dessous du seuil des 50, ce qui n'était pas arrivé depuis 2009. Cela **avant que la faillite de Thomas Cook n'ait produit ses effets**. Autre signe de la dégradation économique les dépôts de bilans se multiplient, dans l'industrie, mais aussi dans la restauration ou le commerce de détail par exemple. D'ailleurs le MSCI du Royaume-Uni est celui qui a le plus souffert la semaine dernière, bien qu'il comporte beaucoup de grandes valeurs très indifférentes à la conjoncture britannique.

Les comportements de stockage des ménages, comme des industriels et des détaillants, ont pu masquer un temps cette dégradation. L'enthousiasme volontariste des pro-Brexit, sur l'avenir qui leur avait été présenté comme radieux, commence à faire place à des inquiétudes bien justifiées. Anticipant cet effondrement **la banque d'Angleterre** avait prévenu qu'elle était **préparée à toutes les éventualités** et elle a déjà laissé entendre qu'une baisse des taux directeurs était envisagée. Pourtant, l'absence d'un hard Brexit reste, pour le BoE comme pour les marchés, l'hypothèse la plus probable (la livre ne s'est pas effondrée). Or les négociations sur le Brexit demeurent pour le moins compliquées. **Il est même envisageable que la BoE n'attende pas la prochaine réunion** du comité de politique monétaire fixée au 7 novembre pour intervenir.